

Analisis Kinerja Saham Jangka Panjang Setelah *Seasoned Equity Offering* Pada Perusahaan yang Terdaftar di Pasar Modal Indonesia Pada Tahun 2006-2007

Sucipto
8215072820



Skripsi Ini Disusun Sebagai Salah Satu Persyaratan Untuk Memperoleh Gelar Sarjana Ekonomi Pada Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Jakarta

**PROGRAM STUDI S1 MANAJEMEN
JURUSAN MANAJEMEN
FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS NEGERI JAKARTA
2012**

**Analysis of Long-Term Stock Performance After Seasoned Equity
Offering in Companies Listed on the Indonesian Capital Market
in 2006-2007**

**Sucipto
8215072820**

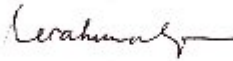


Skripsi is Written as Part of Bachelor Degree in Economics Accomplishment

**STUDY PROGRAM OF MANAGEMENT
DEPARTMENT OF MANAGEMENT
FACULTY OF ECONOMIC
UNIVERSITAS NEGERI JAKARTA
2012**

LEMBAR PENGESAHAN SKRIPSI

Penanggung Jawab
Dekan Fakultas Ekonomi



Dra. Nurahma Hajat, M.Si
NIP. 19531002 198503 2 001

Nama	Jabatan	Tanda Tangan	Tanggal
1. <u>Agung Wahyu Handaru, ST, MM</u> NIP. 19781127 200604 1 001	Ketua		19 Agustus 2012
2. <u>Gatot Nazir Ahmad, M. Si</u> NIP. 19720506 200604 1 002	Sekretaris		30 Agustus 2012
3. <u>Dr. Hamidah, SE, M.Si</u> NIP. 19560321 198603 2 001	Penguji Ahli		27 Agustus 2012
4. <u>Dr. Suherman, SE, M. Si</u> NIP. 19731116 200604 1 001	Pembimbing I		19 Agustus 2012
5. <u>Dra. Umi Mardiyati, M. Si</u> NIP. 19570221 198503 2 002	Pembimbing II		19 Agustus 2012

Tanggal lulus: 30 Juli 2012

PERNYATAAN ORISINALITAS

Dengan ini saya menyatakan bahwa:

1. Skripsi ini merupakan karya asli dan belum pernah diajukan untuk mendapat gelar akademik sarjana, baik di Universitas Negeri Jakarta maupun di perguruan tinggi lain.
2. Skripsi ini belum pernah dipublikasikan, kecuali secara tertulis dengan jelas dicantumkan sebagai acuan dalam naskah dengan dischutkan nama pengarang dan dicantumkan dalam daftar pustaka.
3. Pernyataan ini saya buat dengan sesungguhnya dan apabila di kemudian hari terdapat penyimpangan dan ketidakbenaran, maka saya bersedia menerima sanksi akademik berupa pencabutan gelar yang telah diperoleh, serta sanksi lainnya sesuai dengan norma yang berlaku di Universitas Negeri Jakarta

Jakarta, 12 Juli 2012

Yang membuat pernyataan

Materai Rp. 6.000,00



Sucipto

8215072820

ABSTRAK

Sucipto, 2012; Analisis Kinerja Saham Jangka Panjang Setelah *Seasoned Equity Offering* Pada Perusahaan yang Terdaftar di Pasar Modal Indonesia Pada Tahun 2006-2007. Tim Pembimbing: Dr. Suherman, SE.,M.si, Dra. Umi Mardiyati, M.si.

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis dan mengevaluasi kinerja jangka panjang saham perusahaan yang melakukan *seasoned equity offering* pada perusahaan yang terdaftar di pasar modal Indonesia. Penelitian ini menggunakan metode perhitungan *cumulative abnormal return* (CAR) dan buy-and-hold abnormal return (BHAR) secara *equally-weighted* dan 3 (tiga) *benchmark* sebagai pengkoreksi (*adjusted*) yaitu indeks pasar (IHSG), indeks sektoral, dan *matching firm*. *Underperformance* ditemukan pada hampir semua metode perhitungan dan *benchmark* dalam jangka panjang (3 tahun), yang ditunjukkan dengan hasil tes statistik yang signifikan. Penelitian ini juga mengevaluasi kinerja saham pasca *seasoned equity offering* berdasarkan kategori, yaitu: sektor keuangan dan Non-keuangan, dan ukuran perusahaan. Dari hasil perhitungan didapatkan hasil bahwa perusahaan dengan sektor financial berkinerja lebih baik jika dibandingkan dengan perusahaan Non-financial dan untuk ukuran perusahaan (*firm size*) didapatkan hasil yang tidak seragam, dimana dengan metode perhitungan CAR perusahaan dengan ukuran besar berkinerja lebih buruk dibandingkan dengan perusahaan medium dan kecil. Sedangkan dengan metode BHAR didapatkan hasil bahwa perusahaan dengan ukuran sedang berkinerja lebih buruk jika dibandingkan dengan perusahaan besar dan kecil.

Kata kunci: *Abnormal Return*, CAR, BHAR, *underperformance*.

ABSTRACT

Sucipto, 2012; Analysis of Long-Term Stock Performance After Seasoned Equity Offering in Companies Listed on the Indonesian Capital Market in 2006-2007. Advisory Team: Dr. Suherman, SE.,M.si, Dra. Umi Mardiyati, M.si.

This study aims to analyze and evaluate the long-term performance of company stock that does seasoned equity offering in companies listed on the Indonesia capital market. This study uses a method cumulative abnormal return (CAR) and buy-and-hold abnormal return (BHAR) and both calculation as equally-weighted method and 3 (three) benchmarks used for correcting (adjusted) they are: market index (IHSG), the sectoral index, and matching firm. Underperformance is found in almost all methods of calculation and benchmark in the long term (3 years), as indicated by the statistically significant test results. This study also evaluates the performance of stocks after seasoned equity offering by categories, namely: the financial sector and non-financial, and company size. From the calculation results showed that companies with the financial sector performance better than non-financial companies and for firm size (company size) obtained results that are not uniform, where the method of CAR used, firm with large size performance worse compared to medium and small firm. While method of BHAR used showed that firms with medium-size worse performance when compared with large and small firm.

Key words: Abnormal Return, BHAR, CAR, Underperformance

KATA PENGANTAR

Puji dan syukur kepada Tuhan Yang Maha Esa yang telah melimpahkan kasih dan karunia-Nya, sehingga peneliti dapat menyelesaikan penulisan skripsi ini sebagai salah satu syarat untuk mendapatkan gelar sarjana S1 pada Fakultas Ekonomi Jurusan Manajemen di Universitas Negeri Jakarta dengan judul **“Analisis Kinerja Saham Jangka Panjang Setelah *Seasoned Equity Offering* Pada Perusahaan yang Terdaftar di Pasar Modal Indonesia Pada Tahun 2006-2007”**.

Pada kesempatan ini, peneliti ingin berterima kasih kepada semua pihak yang telah memberikan bantuan, dukungan, bimbingan, dan saran. Berkat bimbingan dan saran dari dosen pembimbing dan pihak-pihak yang telah terlibat baik secara langsung maupun tidak langsung, akhirnya peneliti mampu menyelesaikan skripsi ini dengan baik. Ungkapan terima kasih ini peneliti tujukan kepada:

1. Mama Fam Sian Wen, Papa Bong Djit Fat dan Nenek yang selalu menjaga, memberikan semangat dan menyayangi penulis.
2. Ibu Dra. Nurahma Hajat, M.Si selaku Dekan FE UNJ
3. Bapak Agung Wahyu Handaru, ST, MM selaku Ketua Jurusan Manajemen FE UNJ
4. Bapak Dr. Suherman selaku dosen pembimbing I skripsi yang selama ini selalu membimbing penulis dengan penuh kesabaran dalam menyelesaikan skripsi ini

5. Ibu Dra. Umi Mardiyati, M.Si selaku Ketua Program Studi S1 Manajemen FE UNJ sekaligus juga sebagai Dosen Pembimbing Skripsi Kedua
6. Segenap dosen FE UNJ atas ilmu yang telah diberikan kepada penulis
7. Ir. Suwendo Kemandjaja, MM selaku Pimpinan Rekan KJPP SRR yang turut memberikan semangat dan berkontribusi terhadap penelitian penulis
8. Dr. Anda Lumban Gaol, selaku Direktur PT. Gandamega Serasi yang turut memberikan semangat dan berkontribusi terhadap penelitian penulis
9. Segenap keluarga khususnya cece Tina yang selalu menyemangati dan memberikan dukungan baik moril dan materil
10. Star sebagai orang yang dianggap sangat spesial oleh penulis dan yang selalu memberikan dukungan serta semangat kepada penulis
11. Seluruh keluarga besar Manajemen Reguler maupun Non-Reguler 2007
12. Teman-teman kerja di KJPP SRR
13. Wilda Rizkiyah sebagai pembimbing senior yang mengarahkan dan membantu peneliti dalam menyelesaikan skripsi ini

Peneliti menyadari bahwa masih banyak kekurangan dalam skripsi ini karena keterbatasan pengetahuan dan kemampuan peneliti sendiri. Oleh karena itu, peneliti menerima kritik dan saran yang bersifat membangun. Semoga skripsi ini dapat memberikan manfaat bagi para pembaca dan peneliti selanjutnya.

Jakarta, Juli 2012

Penulis,

Sucipto

DAFTAR ISI

	Halaman
JUDUL	ii
LEMBAR PENGESAHAN	iii
PERNYATAAN ORISINALITAS	iv
ABSTRAK	v
KATA PENGANTAR	vii
DAFTAR ISI	ix
DAFTAR TABEL	xii
DAFTAR GAMBAR	xiii
DAFTAR LAMPIRAN	xiv
 BAB I PENDAHULUAN	
1.1. Latar Belakang Masalah	1
1.2. Rumusan Masalah	7
1.3. Tujuan Penelitian	8
1.4. Manfaat Penelitian	8
 BAB II KAJIAN PUSTAKA, KERANGKA PEMIKIRAN DAN HIPOTESIS	
2.1. Kajian Pustaka	9
2.1.1. Pasar Modal.....	9
2.1.2. Saham	15
2.1.3. Jenis Saham	16
2.1.4. <i>Initial Puclic Offering</i> (IPO)	17
2.1.5. <i>Seasoned Equity Offering</i> (SEO).....	17
2.1.6. <i>Right Issue</i>	18
2.1.7. Investasi	20
2.1.8. Tingkat Pengembalian (<i>Return</i>).....	21
2.1.9. Indeks Harga Saham	26
2.1.10. Kinerja Jangka Pendek Pasca SEO	28

2.1.11 <i>Underperformance</i> Pasca Penawaran Umum ke Publik	31
2.1.12 Kinerja Saham Jangka Panjang Pasca SEO.....	33
2.2. Review Penelitian Terdahulu.....	35
2.3 Kerangka Pemikiran	36
2.4 Hipotesis	36
BAB III OBJEK DAN METODOLOGI PENELITIAN	
3.1. Objek dan Ruang Lingkup Penelitian	38
3.1.1. Objek Penelitian	38
3.1.2. Ruang Lingkup Penelitian	38
3.2. Metode Penelitian	38
3.3. Operasionalisasi Variabel Penelitian	38
3.4. Metode Pengumpulan Data	39
3.5. Teknik Penentuan Populasi dan Sampel	40
3.6. Metode Analisis	40
BAB IV HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN	
4.1. Deskripsi Statistik.....	49
4.2 Hasil Penelitian dan Pembahasan	
3.1.1. Kinerja Jangka Panjang SEO Dengan Metode Cumulati Abnormal Return (CAR).	50
3.1.2. Kinerja Jangka Panjang SEO Dengan Metode Buy Hold Abnormal Return (BHAR).....	57
3.1.3. Kinerja Jangka Panjang SEO dengan Metode Pengkategorian Perusahaan yang Melakukan SEO.	62

BAB V KESIMPULAN DAN SARAN

5.1. Kesimpulan.....	66
5.2. Saran.....	70

DAFTAR PUSTAKA	72
-----------------------------	-----------

LAMPIRAN	75
-----------------------	-----------

RIWAYAT HIDUP	92
----------------------------	-----------

DAFTAR TABEL

Tabel	Judul	Halaman
1.1	Ringkasan Data <i>Right Issue</i> dan Kapitalisasi Pasar di Indonesia Periode 2004-2008.....	3
4.1	Deskripsi Statistik.....	49
4.2	<i>Mean</i> CAR SEO Indonesia Pada Periode 2006-2007 <i>Benchmark</i> IHSG, Sektoral dan <i>Matching Firm</i>	51
4.3	<i>Mean</i> BHAR SEO Indonesia Pada Periode 2006-2007....	58

DAFTAR GAMBAR

Gambar	Judul	Halaman
2.1	Mekanisme Perdagangan Pasar Perdana.....	11
2.2	Mekanisme Perdagangan Pasar Kedua.....	12
2.3	Mekanisme Perdagangan Pasar Ketiga.....	13
2.4	Mekanisme Perdagangan Pasar Keempat.....	14
4.1	<i>Mean CAR 25 SEO Indonesia Untuk</i> Periode 2006-2007.....	56

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1	Tabel <i>Review</i> Penelitian Terdahulu	74
Lampiran 2	Bagan Kerangka Pemikiran.....	75
Lampiran 3	Daftar Perusahaan yang Dijadikan Sampel Penelitian.....	76
Lampiran 4	Daftar Perusahaan yang Masuk Sebagai <i>Benchmark Matching Company</i>	77
Lampiran 5	Raw Return Bulanan Perusahaan SEO Untuk Tahun Pertama.....	78
Lampiran 6	Raw Return Bulanan Perusahaan SEO Untuk Tahun Kedua.....	79
Lampiran 7	Raw Return Bulanan Perusahaan SEO Untuk Tahun Ketiga.....	80
Lampiran 8	Raw Return Bulanan <i>Benchmark</i> IHSG Untuk Tahun Pertama.....	81
Lampiran 9	Raw Return Bulanan <i>Benchmark</i> IHSG Untuk Tahun Kedua.....	82
Lampiran 10	Raw Return Bulanan <i>Benchmark</i> IHSG Untuk Tahun Ketiga.....	83
Lampiran 11	Raw Return Bulanan <i>Benchmark</i> Indeks Sektoral Untuk Tahun Pertama.....	84
Lampiran 12	Raw Return Bulanan <i>Benchmark</i> Indeks Sektoral Untuk Tahun Kedua.....	85
Lampiran 13	Raw Return Bulanan <i>Benchmark</i> Indeks Sektoral Untuk Tahun Ketiga.....	86
Lampiran 14	Raw Return Bulanan <i>Benchmark Matching Firm</i> Untuk Tahun Pertama.....	87
Lampiran 15	Raw Return Bulanan <i>Benchmark Matching Firm</i> Untuk Tahun Kedua.....	88

Lampiran 16	Raw Return Bulanan <i>Benchmark Matching Firm</i> Untuk Tahun Ketiga.....	89
Lampiran 17	Mean CAR dan BHAR Periode 2006-2007 Dengan Kategori Perusahaan (<i>Benchmark IHSG,</i> Indeks sektoral dan <i>Matching firm</i>).....	90

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Masalah

Pasar modal merupakan salah satu alternatif tempat bagi perusahaan untuk mencari dana segar bagi perusahaannya untuk dapat terus menjalankan dan meningkatkan kegiatan perusahaannya. Tetapi untuk dapat masuk ke dalam pasar modal terdapat ketentuan-ketentuan yang mengatur tata tertib dan lembaga atau institusi yang menangani hal tersebut seperti BAPEPAM (Badan Pengawas Pasar Modal) di Indonesia.

Terdapat beberapa cara yang dapat dilakukan perusahaan untuk mendapatkan dana dari investor yaitu mengeluarkan saham, obligasi, waran, bukti *right* dan produk turunan yang biasa disebut *derivative*. Saham sendiri terbagi menjadi dua yaitu: saham preferen (*preferred stock*) dan saham biasa (*common stock*). Penawaran saham perdana ke pasar modal seringkali disebut dengan istilah IPO (*Initial Public Offering*), dan penawaran tambahan kedua, ketiga dan seterusnya disebut dengan istilah SEO (*Seasoned Equity Offering*).

Pada saat ini pemenuhan dana segar seringkali dilakukan perusahaan dengan cara memasuki pasar modal dengan melakukan *Seasoned Equity Offering* (bagi yang telah melakukan penawaran perdana) lebih banyak dilakukan jika dibandingkan dengan meminjam uang dari bank. Banyaknya Kendala yang seringkali dihadapi perusahaan jika meminjam

uang dari bank merupakan faktor-faktor yang menyebabkan hal tersebut terjadi, seperti tingginya suku bunga dan kadang terbatasnya jumlah yang dapat diperoleh perusahaan. Selain itu menurut Gozali dan Solichin (2003) terdapat dua alasan perusahaan melakukan SEO dengan mekanisme *right issue*: pertama dapat mengurangi biaya, karena *right issue* biasanya tidak menggunakan jasa penjamin (*underwriter*), kedua, *right issue* menyebabkan jumlah saham (volume) yang beredar di pasaran akan bertambah sehingga diharapkan akan meningkatkan frekuensi perdagangan atau dapat berarti meningkatkan likuiditas saham. Menurut Jogiyanto (2003) terdapat lima cara yang dapat dilakukan perusahaan ketika menerbitkan saham baru, yaitu:

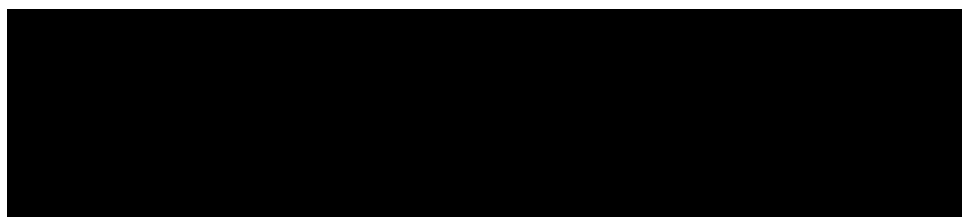
1. Dijual kepada pemegang saham lama yang telah ada.
2. Dijual kepada karyawan melalui ESOP (*Employee Stock Ownership Plan*).
3. Menambahkan saham lewat deviden yang tidak dibagikan (*Dividen Reinvestmen Plan*).
4. Dijual secara langsung kepada pembeli tunggal, biasanya institusi secara privat (*Privat Placement*).
5. Ditawarkan kepada publik melalui pasar modal.

Dari kelima cara tersebut, penawaran kepada publik merupakan cara yang banyak dilakukan perusahaan di pasar modal Indonesia saat ini dalam memenuhi kebutuhan perusahaan akan dana segar. Penawaran umum dilakukan dengan cara menerbitkan atau menawarkan saham (*stock*) dan

menjual kepada publik melalui penjualan saham kepada masyarakat (*public offerings*). Untuk perusahaan yang baru pertama kali melakukan penawaran saham ke pasar modal disebut dengan istilah *initial public offerings* (IPO) atau penawaran saham perdana, sedangkan jika perusahaan sudah melakukan IPO dan ingin melakukan penawaran saham untuk kedua, ketiga, dan seterusnya disebut dengan istilah *seasoned equity offerings* (SEO).

Pada tahun 2004-2008 di Indonesia seperti yang terlihat di tabel 1.1 perkembangan perusahaan yang melakukan SEO dengan mekanisme *right issue* terus berkembang dan kapitalisasi pasar di Indonesia juga semakin meningkat, hal ini tentunya menandakan semakin dipercayanya pasar modal sebagai salah satu alternatif utama perusahaan dalam mencari dana segar.

Tabel 1.1
Ringkasan Data *Right Issue* dan Kapitalisasi Pasar di Indonesia Periode
2004 - 2008



Sumber: Diolah oleh penulis

Seasoned equity offerings merupakan penawaran ekuitas tambahan yang dilakukan perusahaan publik (terbuka), diluar ekuitas yang ditawarkan kepada masyarakat melalui *initial public offerings* (Megginson, 1997). Selain untuk membiayai kegiatan operasionalnya, penawaran ekuitas ini dilakukan perusahaan untuk mencari tambahan dana yang akan

digunakan untuk tambahan investasi atau membayar hutangnya yang jatuh tempo. *Seasoned equity offerings*, pada intinya, dapat dilakukan dengan dua mekanisme, pertama, melalui mekanisme *right offering*, yaitu menjual hak (*right*) kepada pemegang saham lama untuk membeli ekuitas tambahan tersebut dengan harga tertentu dan pada saat tertentu yang di Indonesia lebih dikenal dengan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (HMETD). Mekanisme ini biasa dilakukan oleh perusahaan yang kepemilikannya terkonsentrasi, dengan tujuan untuk melindungi kepentingan pemegang saham lama agar dapat mempertahankan proporsi kepemilikannya sama seperti sebelum penawaran ekuitas ini (*preemptive right*) (Eckbo & Masulis, 1992; Jones, 2000). Kedua, melalui mekanisme *second offerings*, *third offerings*, dan seterusnya, yaitu menjual ekuitas tambahan tersebut tidak hanya kepada pemegang saham lama tetapi juga kepada setiap investor di pasar yang ingin membelinya (Megginson, 1997).

Penelitian mengenai kinerja saham jangka panjang pasca SEO telah dilakukan beberapa kali oleh peneliti dan masih menjadi sesuatu yang sangat menarik untuk diteliti. Bagi banyak perusahaan di Amerika secara signifikan SEO berpengaruh negatif (*underperformance*) terhadap kinerja saham selama kurun waktu 3-5 tahun Eckbo & Masulis (1995), Loughran & Ritter (1995), dan Spiess & Affleck-Graves (1995). Sedangkan di Indonesia Penelitian mengenai *seasoned equity offerings* telah beberapa kali dilakukan (Harto, 2001; Candy, 2002; Sulistyanto & Midiastuti,

2002). Harto (2001) dalam Sulistyanto & Midiastuti (2002) menyimpulkan bahwa perusahaan yang melakukan *right issue* mengalami penurunan kinerja operasi, keuangan, dan saham selama tiga tahun pasca penawaran. Sedangkan Candy (2002) dengan memperluas sampel yang digunakannya, yaitu seluruh perusahaan yang melakukan *seasoned equity offerings*, menyimpulkan bahwa perusahaan mengalami penurunan kinerja operasi selama tiga tahun pasca penawaran. Sejalan dengan penelitian Candy (2002) tersebut, Sulistyanto & Midiastuti (2002) menambahkan bahwa perusahaan yang melakukan *seasoned equity offerings* tidak hanya mengalami penurunan kinerja operasi, tetapi juga kinerja saham selama tiga tahun pasca penawaran. Sebagai tambahan, ketiga penelitian tersebut menduga bahwa penurunan kinerja pasca penawaran tersebut diakibatkan manipulasi kinerja yang dilakukan manajer menjelang penawaran atau yang lebih dikenal dengan *earning management*, namun belum secara khusus membuktikan dugaan tersebut.

Seperti halnya dalam *initial public offerings*, fenomena asimetri informasi (*information asymmetry*) dan penurunan kinerja (*underperformance*) juga terjadi dalam *seasoned equity offerings* ini (Guo & Mech, 2000). Alderson & Betker (1997) dan Trail & Vos (2001) menjelaskan fenomena tersebut dengan menggunakan konsep *agency theory* dan *windows of opportunity*. Dalam konsep *agency theory*, asimetri informasi tersebut mendorong dan memotivasi manajer untuk bersikap oportunistis, yaitu memanipulasi informasi kinerja yang dipublikasikannya

agar saham yang ditawarkannya direspon secara positif oleh pasar dengan tujuan untuk meningkatkan *issue fully subscribed* Rangan (1998). Shivakumar (2000) juga menunjukkan bahwa manajer telah melakukan *overstate* terhadap *earnings* sebelum melakukan pengumuman *seasoned equity offerings*. Namun, manipulasi yang dikenal dengan istilah *earnings management* ini tidak dapat dipertahankan perusahaan dalam jangka panjang dan mengakibatkan penurunan kinerja (*underperformance*) pasca penawaran McLaughlin (1996), Loughran & Ritter (1997) dan Rangan (1998). Sejalan dengan konsep *agency theory*, Alderson & Betker (1997) dan Trail & Vos (2001) menjelaskan penurunan kinerja tersebut dengan menggunakan konsep *windows of opportunity*, yaitu konsep yang menjelaskan sikap oportunistik manajer dengan mengeluarkan ekuitas tambahan pada saat mengetahui bahwa pasar telah menilai perusahaannya terlalu tinggi (*overvalued*). Padahal dalam jangka panjang penilaian tersebut tidak bisa dipertahankan karena pasar melakukan koreksi terhadap "kesalahannya", yang mengakibatkan harga saham perusahaan akan turun secara signifikan. Sedangkan Denis & Sarin (1999) dan Shivakumar (2000) menyimpulkan rendahnya kinerja pasca penawaran tersebut disebabkan pengukuran *earnings* yang tidak tepat (*overstate*). Kondisi ini mempengaruhi interpretasi investor dan mengakibatkan *over optimism* dalam meramalkan *earnings* perusahaan masa depan.

Penelitian mengenai kinerja jangka panjang terhadap *corporate action* seperti IPO, SEO, merger dan akuisisi memang selalu menjadi hal

yang menarik untuk diteliti dan menimbulkan banyak perdebatan. Oleh karena itu penelitian ini juga tertarik untuk menguji apakah terjadi penurunan kinerja saham (*underperformance*) terhadap perusahaan yang melakukan *Seasoned Equity Offering* di Indonesia dalam jangka panjang dengan menggunakan metode perhitungan CAR dan BHAR pasca SEO dengan mekanisme *right issue*. Pemilihan metode CAR dan BHAR dalam penelitian ini mengikuti penelitian terdahulu yang banyak menggunakan metode ini sebagai salah satu cara untuk menjelaskan kinerja jangka panjang terhadap *corporate action*.

Berdasarkan latar belakang yang ada peneliti tertarik untuk meneliti fenomena tersebut dengan mengangkat judul penelitian **Analisis Kinerja Saham Jangka Panjang Setelah *Seasoned Equity Offering* Pada Perusahaan yang Terdaftar di Pasar Modal Indonesia Pada Tahun 2006-2007.**

1.2. Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang masalah di atas, penulis dapat merumuskan masalah penelitian sebagai berikut :

1. Bagaimana kinerja saham jangka panjang perusahaan setelah melakukan *seasoned equity offering*?

1.3. Tujuan Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk:

1. Menganalisis kinerja saham jangka panjang perusahaan setelah melakukan *seasoned equity offering*.

1.4. Manfaat Penelitian

Penulisan skripsi ini diharapkan dapat memberikan manfaat bagi:

1. Peneliti, sebagai penambah wawasan, pengalaman, serta sarana untuk mengaplikasikan ilmu dan pengetahuan, khususnya mengenai manajemen keuangan yang diperoleh selama kuliah.
2. Investor, sebagai salah satu informasi atau masukan dalam pengambilan keputusan investasi ketika terjadi *seasoned equity offering* di pasar modal.
3. Akademisi, sebagai penambah wawasan dan pengetahuan, serta sebagai perbandingan dalam melakukan penelitian serupa tentang analisis kinerja jangka pendek dan kinerja jangka panjang *seasoned equity offering* terhadap tingkat pengembalian (*return*).

BAB II

KAJIAN PUSTAKA, KERANGKA PEMIKIRAN DAN HIPOTESIS

2.1. Kajian Pustaka

2.1.1. Pasar Modal

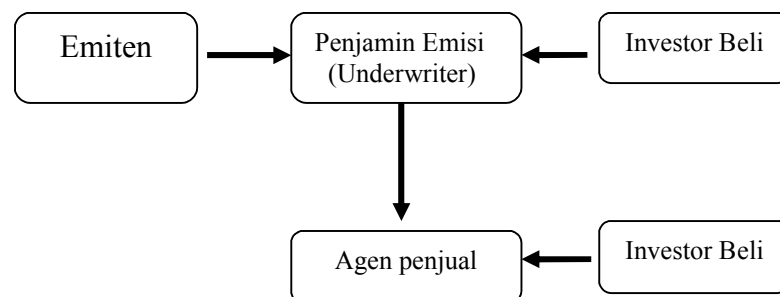
Pengertian pasar modal berdasarkan Keputusan Presiden No. 52 Tahun 1976 tentang Pasar Modal menyebutkan bahwa Pasar Modal adalah Bursa Efek seperti yang dimaksud dalam UU No. 15 Tahun 1952 (Lembaran Negara Tahun 1952 Nomor 67). Menurut UU tersebut, bursa adalah gedung atau ruangan yang ditetapkan sebagai kantor dan tempat kegiatan perdagangan efek, sedangkan surat berharga yang dikategorikan sebagai efek adalah saham, obligasi, serta surat bukti lainnya yang lazim dikenal sebagai efek.

Berdasarkan UU Pasar Modal Nomor 8 Tahun 1995 menyatakan bahwa pasar modal merupakan kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek.

Secara umum pasar modal adalah tempat atau sarana bertemunya antara permintaan dan penawaran atas instrumen keuangan jangka panjang, umumnya lebih dari satu tahun.

Berdasarkan Mohamad Samsul (2006) Pasar modal dapat dikategorikan menjadi 4 pasar, yaitu:

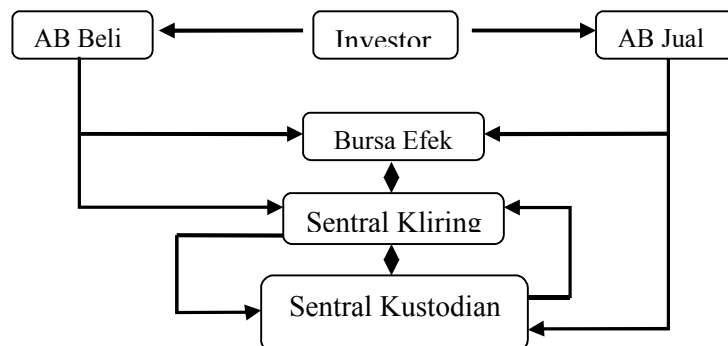
1. **Pasar Pertama (perdana)**, merupakan tempat atau sarana bagi perusahaan yang untuk pertama kali menawarkan saham atau obligasi ke masyarakat umum. Disini dikatakan tempat karena secara fisik masyarakat pembeli dapat bertemu dengan penjamin emisi ataupun agen penjual untuk melakukan pesanan sekaligus membayar uang pesanan. Seperti terlihat dalam gambar 2.1, ini merupakan mekanisme perdangan pada pasar perdana, dimana emiten yang ingin menawarkan efek kepada masyarakat harus terlebih dahulu menunjuk penjamin emisi, dan penjamin emisi akan menunjuk beberapa agen penjual untuk menjangkau investor di seluruh daerah. Masyarakat luas yang ingin membeli efek dapat melakukan pesanan beli secara langsung kepada penjamin emisi atau agen penjual, sekaligus dengan pembayarannya. Agen penjual yang ditunjuk oleh penjamin emisi berasal dari perusahaan efek, korporasi atau yayasan. Penjamin emisi bertanggung jawab atas hasil emisi kepada emiten, dan untuk itu mendapatkan komisi dari emiten.



Gambar 2.1
Mekanisme Perdagangan Pasar Perdana
Sumber: Pasar Modal & Manajemen Portofolio (Mohamad Samsul: 2006)

Berikut ini ciri-ciri pasar perdana :

- a. Emiten menjual saham kepada masyarakat luas melalui penjamin emisi dengan harga yang telah disepakati antara emiten dan penjamin emisi seperti yang tertera dalam prospektus.
 - b. Pembeli tidak dipungut biaya transaksi.
 - c. Pembeli belum pasti memperoleh jumlah saham sebanyak yang dipesan apabila terjadi *over-subscribed*.
 - d. Investor membeli melalui penjamin emisi atau agen penjual yang ditunjuk.
 - e. Masa pesanan terbatas.
 - f. Penawaran melibatkan profesi seperti akuntan publik, notaris, konsultan hukum, dan perusahaan penilai.
 - g. Pasar perdana disebut juga istilah pasar primer (*primary market*) dan pasar kesatu (*first market*).
2. **Pasar Kedua**, merupakan tempat atau sarana transaksi jual beli efek antar investor dan harga dibentuk oleh investor melalui perantara efek.



Gambar 2.2

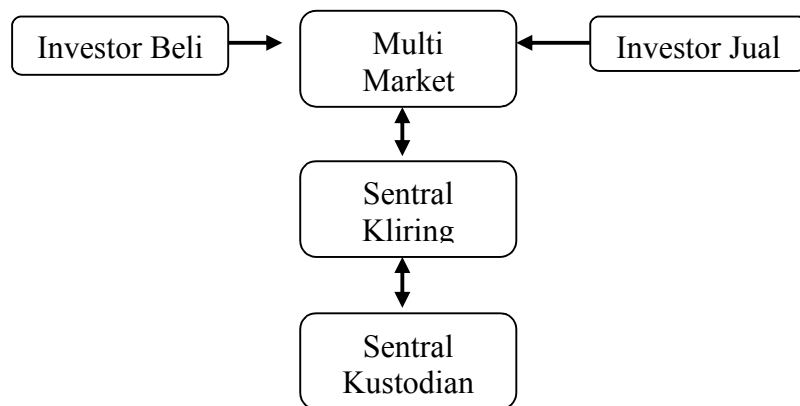
Mekanisme Perdagangan Pasar Kedua

Sumber: Pasar Modal & Manajemen Portofolio (Mohamad Samsul: 2006)

Berdasarkan gambar 2.2 dapat dijelaskan bahwa kegiatan jual beli hanya dapat dilakukan pada tempat tertentu yaitu bursa efek. Pada tempat inilah harga saham terbentuk melalui tawaran jual dan tawaran beli yang disebut juga dengan istilah *order driven market*. Pada saat ini sistem perdagangan di bursa efek Indonesia sudah terintegrasi dengan sistem penyelesaian yang ada di *central clearing*, yaitu Kliring Penjamin Efek Indonesia (KPEI), dan *central depository*, yaitu Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI). Diperlukannya KPEI dan KSEI dalam bursa efek adalah sebagai penjamin agar peristiwa gagal serah dapat diatasi dengan biaya lebih murah. Seperti yang diketahui saat ini perdagangan efek sudah tidak menggunakan warkat tetapi dengan *scripless trading*, dengan ini pemindahan kepemilikan saham dapat dilakukan dengan cara *overbooking* atau *book-entry system*. Berikut adalah ciri-ciri pasar kedua:

- a. Harga terbentuk oleh investor (*order driven*) melalui perantara efek (anggota bursa) yang berada di Bursa Efek.
- b. Transaksi dibebani biaya jual dan beli.
- c. Pesanan dapat berjumlah tidak terbatas.
- d. Anggota bursa memasukkan tawaran jual atau beli investor ke dalam komputer perdagangan yang disediakan oleh pihak bursa.

- e. Pasar kedua disebut juga dengan istilah bursa efek atau *secondary market*.
3. **Pasar ketiga**, adalah sarana transaksi jual beli efek antara *market maker* serta investor dan harga dibentuk oleh *market maker*. *Market maker* adalah anggota bursa. Kelebihan dari pasar ketiga adalah investor dapat memilih *market maker* yang memberikan harga terbaik untuk suatu saham.



Gambar 2.3

Mekanisme Perdagangan Pasar Ketiga

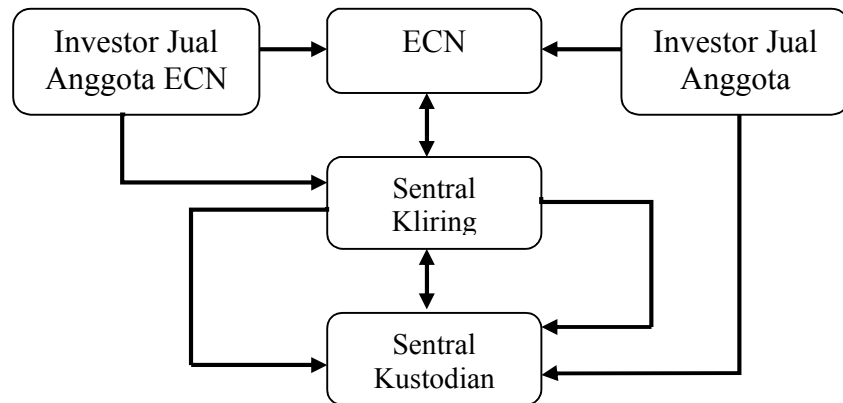
Sumber: Pasar Modal & Manajemen Portofolio (Mohamad Samsul: 2006)

Berdasarkan gambar 2.3, pasar ketiga memiliki kemiripan dengan pasar kedua, yang membedakan hanya besarnya skala perdagangan. Harga dibentuk *market market* yang tergabung dalam *multi market*. Sedangkan sentral kliring dan sentral kustodian bertindak sebagai penjamin bahwa kegiatan perdagangan berjalan lancar. Sebagai contoh dari pasar ini yaitu NASDAQ (*National Association of Securities Dealer Automated Quotation*) yang memiliki jaringan

perdagangan di lebih dari 50 negara bagian. Berikut ini adalah ciri-ciri pasar ketiga, yaitu:

- a. Harga dibentuk oleh *market maker* atau disebut *dealer driven market*.
- b. Investor membeli dan menjual dari dan ke *market maker*.
- c. Jumlah *market maker* banyak sehingga investor dapat memilih harga terbaik.
- d. Perdagangan dilakukan di kota-kota besar dalam satu jaringan nasional.
- e. *Market maker* berdagang dari kantor masing-masing melalui jaringan komputer.
- f. *Market maker* menjadi anggota bursa OTC market dan anggota kliring atau kustodian.
- g. Pasar ketiga juga disebut sebagai *Over The Counter (OTC) market*.

4. **Pasar Keempat**, adalah sarana transaksi jual-beli antara investor jual dan beli tanpa melalui perantara efek. Transaksi dilakukan dengan bertatap muka. Mekanisme ini pernah terjadi pada awal-awal perdagangan efek pada abad ke-17. Tetapi pada saat ini mekanisme dilakukan melalui *Electronic Communication Network (ECN)* asalkan pelaku memenuhi syarat, yaitu memiliki efek dan dana di *central kustodian*, dan *central clearing*. Pasar keempat ini hanya dilaksanakan oleh para investor besar karena dapat menghemat biaya transaksi daripada dilakukan di pasar sekunder.



Gambar 2.4

Mekanisme Perdagangan Pasar Keempat

Sumber: Pasar Modal & Manajemen Portofolio (Mohamad Samsul:2006)

Seperti yang terlihat di gambar 2.4, ECN merupakan perantara diantara investor, ECN bukan suatu lembaga tetapi hanya berupa sistem. Tetapi sebagai penjamin setiap transaksi berjalan dengan lancar sentral kustodian dan kliring tetap digunakan dalam pasar ini. Berikut ciri-ciri pasar keempat :

- a. Investor beli dan jual bertransaksi langsung lewat ECN.
- b. Harga terbentuk dalam tawar menawar langsung antara investor jual dan beli.
- c. ECN, *central kustodian* dan *central clearing* terjalin dalam satu sistem jaringan perdagangan.
- d. ECN terdaftar sebagai bursa efek

2.1.2. Saham

Saham dapat didefinisikan sebagai tanda penyertaan atau pemilikan seseorang atau badan dalam suatu perusahaan atau perseroan terbatas.

Wujud saham adalah, selembar kertas yang menerangkan bahwa pemilik kertas tersebut adalah pemilik perusahaan yang menerbitkan surat berharga tersebut, porsi kepemilikan ditentukan oleh seberapa besar penyertaan yang ditanamkan di perusahaan tersebut.

Namun seiring perkembangan waktu dan teknologi maka tanda kepemilikan saham tidak lagi menggunakan wujud kertas asli tetapi berubah menjadi wujud elektronik, bukti kepemilikan lembar sahamnya tercatat dengan komputerisasi dan *paperless* sehingga menjadi lebih efisien.

2.1.3. Jenis Saham

1. Saham Biasa (*Common Stock*)

Menurut Samsul (2006: 45), saham biasa adalah saham yang akan menerima laba setelah bagian saham preferen dibayarkan, juga mempunyai hak suara dalam RUPS. Saham biasa merupakan saham yang menempatkan pemiliknya paling terakhir (*junior*) terhadap pembagian dividen, dan hak atas harta kekayaan perusahaan apabila perusahaan tersebut dilikuidasi, pemegang saham biasa memiliki hak suara dalam rapat umum pemegang saham.

2. Saham Preferen (*Preferred Stock*)

Adalah jenis saham yang memiliki hak terlebih dahulu untuk menerima laba dan memiliki hak laba kumulatif (Samsul, 2006: 45). Saham preferen merupakan saham yang memiliki karakteristik gabungan antara obligasi dan saham biasa, karena bisa menghasilkan

pendapatan tetap (seperti bunga obligasi), dan mewakili kepemilikan ekuitas tanpa tanggal jatuh tempo (seperti saham biasa). Pemegang saham preferen memiliki hak terlebih dahulu memperoleh dividen dan memiliki hak memperoleh pembagian kekayaan perusahaan di atas pemegang saham biasa setelah semua kewajiban perusahaan dilunasi.

2.1.4 *Initial Public Offering (IPO)*

IPO merupakan penawaran umum perdana yang dilakukan perusahaan dalam rangka meraih dana untuk ekspansi bisnis. Salah satu alternatif pemenuhan dana bagi ekspansi tersebut adalah dengan melakukan *Go Public*. *Go Public* adalah peristiwa penawaran saham yang dilakukan oleh perusahaan (*emiten*) kepada masyarakat umum (investor) untuk pertama kalinya (Sunariyah, 2003, p.20).

2.1.5 *Seasoned Equity Offering (SEO)*

Seasoned Equity Offering merupakan penawaran ekuitas tambahan yang dilakukan perusahaan terbuka atau perusahaan yang telah bergabung dengan bursa efek, diluar yang ditawarkan kepada masyarakat melalui *Initial Public Offering* (Megginson, 1997). Tujuan dan motivasi perusahaan untuk melakukan SEO adalah untuk membiayai kegiatan perusahaan dan membayar hutang jatuh.

Seasoned equity offering dapat dilakukan dengan dua mekanisme yaitu: (1) pertama dengan mekanisme *right issue* dimana menjual hak

(*right offering*) kepada pemegang saham lama untuk membeli dan ekuitas tambahan tersebut dengan harga dan pada saat tertentu. (2) kedua dengan mekanisme *second offering* dan seterusnya yaitu menjual ekuitas tambahan tersebut tidak hanya kepada pemegang saham lama, tetapi juga kepada setiap investor di pasar yang ingin membelinya (Megginson, 1997).

2.1.6 *Right Issue*

Pengertian *right issue* atau lebih dikenal di Indonesia sebagai Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (HMETD) menurut BAPEPAM-LK Kep-57/PM/1996 adalah hak yang melekat pada saham yang memungkinkan para pemegang saham yang ada untuk membeli efek baru, termasuk saham, efek yang dapat dikonversikan menjadi saham dan waran, sebelum ditawarkan kepada pihak lain. Hak tersebut dapat dialihkan oleh pemegang hak kepada pihak lain.

Selain itu, terdapat juga keuntungan *right issue* bagi investor. Menurut Ghozali dan Solichin (2003) dengan melakukan *right issue* perusahaan dapat mengurangi biaya karena biasanya tidak menggunakan jasa penjamin (*underwriter*), dengan *right issue* jumlah atau volume saham yang beredar akan meningkat yang diharapkan akan meningkatkan likuiditas saham dan perusahaan dapat menerbitkan saham baru tanpa mengubah atau menggeser struktur kepemilikan investor sebelumnya, karena mekanisme *right issue* yang menawarkan saham baru hanya kepada investor saat ini sesuai dengan persentase kepemilikan sahamnya saat ini.

Namun, ada tiga kemungkinan perilaku investor ketika ditawarkan *rights*: (1) membeli *rights* tersebut secara penuh, membeli sebagian dari jumlah *rights* yang dimiliki, atau malah meminta *rights* tambahan; (2) menjual *rights* miliknya; dan (3) tidak melakukan apapun dan membiarkan *rights* kadaluwarsa. Dengan adanya tiga perilaku investor di atas, maka dilusi dapat terjadi jika pemegang saham saat ini tidak mau membeli saham baru dari penawaran *right issue* tersebut. Menurut Darmadji bahwa sifat dari *right issue* adalah hak dan bukan kewajiban, sehingga jika pemegang saham tidak ingin melaksanakan haknya (*right*), maka ia dapat menjual hak tersebut. Perdagangan *right* sama dengan perdagangan saham, namun dalam perdagangan *right* terdapat masa berlaku. Kedua, investor dapat membeli saham *right issue* dengan harga yang lebih rendah dari harga di pasar. Memang perusahaan biasanya menerbitkan saham *right issue* di bawah harga saham yang beredar di pasar untuk menarik investor dalam membeli saham *right issue* tersebut.

Namun pada pelaksanaannya, *right issue* tidak selalu memberikan hasil yang positif bagi perusahaan penerbit dan juga investor. Telah ditemukan sebagian besar penelitian terdahulu, seperti diantaranya: Scholes (1972), Marsh (1979), Myers dan Maljuf (1984), Asquith dan Mullins (1984), Masulis dan Korwar (1986), Mikkelsen dan Partch (1986), Barclay dan Litzenberg (1988), dan Kothare (1997) mengatakan bahwa nilai pasar perusahaan turun sampai 3% pada saat pengumuman *right issue*. Sedangkan beberapa hasil penelitian serupa di Indonesia

menyatakan bahwa pengumuman *right issue* tidak memberikan reaksi yang signifikan.

Keberhasilan *right issue* ditentukan oleh harga pemesanan saham baru. Apabila harga pasar saham jatuh di bawah harga pemesanan saham baru, maka akan dapat dipastikan bahwa pemegang saham tidak akan membeli saham baru tersebut, karena mereka bisa membelinya di pasar dengan harga yang lebih rendah dari harga pemesanan saham baru. Harga pemesanan saham juga ditentukan oleh komposisi kepemilikan. Jika hanya terdapat sedikit jumlah pemegang saham dengan persentase kepemilikan yang besar, maka kemungkinan *right issue* akan berhasil sangat besar, mengingat pemegang saham tentunya ingin mempertahankan persentase kepemilikannya.

2.1.7 Investasi

Investasi merupakan penanaman modal pada saat ini dengan harapan memperoleh *rate of return* tertentu di masa yang akan datang. Investasi sering dikaitkan dengan menginvestasikan uang pada *tangible assets* seperti tanah, properti, emas dan sebagainya. Sedangkan investasi yang berupa *financial assets* seperti deposito, obligasi, saham maupun reksadana. Menurut Jones (2000, p. 98) investasi dapat didefinisikan sebagai komitmen terhadap sejumlah dana dalam bentuk satu aset atau lebih yang ditawarkan dalam beberapa periode ke depan.

2.1.8 Tingkat Pengembalian (*Return*)

Tingkat pengembalian (*return*) adalah tingkat pengembalian yang dinikmati investor atas investasi yang dilakukannya. Menurut Ang tanpa adanya keuntungan yang dapat dinikmati dari suatu investasi, investor tentunya tidak akan mau berinvestasi. Lebih lanjut Ang juga menjelaskan bahwa setiap investasi baik jangka panjang maupun jangka pendek mempunyai tujuan yang sama, yaitu keuntungan.

Tingkat pengembalian dari suatu investasi tergantung pada instrumen investasinya. Sertifikat deposito bank dan obligasi, contohnya, menjamin tingkat pengembalian yang pasti kepada investor. Namun, tidak seperti saham, dimana terdapat beberapa komponen yang dapat menghasilkan keuntungan, seperti *capital gain*, deviden, dan bonus saham tetapi tingkat keuntungan tidak stabil, karena terus mengikuti pergerakan harga saham (*volatility*). Jadi bisa disimpulkan bahwa berinvestasi dengan saham memang menjanjikan keuntungan yang tinggi dalam waktu yang relatif singkat, namun tingkat resikonya juga tinggi (*high risk high return*). Terdapat empat macam bentuk tingkat pengembalian (*return*), yaitu:

1. Tingkat pengembalian realisasi (*realized return*)

Realized return adalah tingkat pengembalian yang telah terjadi dalam periode waktu tertentu yang dihitung berdasarkan data historis. Fungsi dari tingkat pengembalian realisasi, yaitu digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja perusahaan serta sebagai dasar penentuan

tingkat pengembalian yang diekspektasi dalam mengukur resiko di masa yang akan datang.

2. Tingkat pengembalian ekspektasi (*expected return*) atau sering juga disebut *normal return*

Expected return adalah tingkat pengembalian yang diharapkan akan diperoleh investor di masa yang akan datang. Inilah perbedaan utama dari *realized return* dan *expected return*. *Realized return* adalah tingkat pengembalian yang sudah terjadi sedangkan *expected return* sifatnya belum terjadi. Investor memprediksi tingkat pengembalian sesuai dengan harapannya karena tidak adanya kepastian (*uncertainty*) atas tingkat pengembalian di masa yang akan datang.

Menurut Brown dan Warner perhitungan tingkat pengembalian ekspektasi dapat dilakukan dengan tiga cara:

- a. Model Disesuaikan Rata-Rata (*Mean-Adjusted Model*)

Model ini menganggap tingkat pengembalian ekspektasi bernilai konstan yang berarti sama dengan rata-rata tingkat pengembalian realisasi sebelum periode estimasi. Menggunakan model ini, tingkat pengembalian ekspektasi suatu sekuritas pada periode tertentu diperoleh melalui pembagian tingkat pengembalian realisasi sekuritas tersebut dengan lamanya periode estimasi. Tidak ada patokan untuk lamanya periode estimasi, periode yang umum dipakai biasanya berkisar dari 100 sampai dengan

300 hari untuk mendapatkan data harian dan dari 24 sampai dengan 60 bulan untuk data bulanan.

a. Model Pasar (*Market Model*)

Perhitungan tingkat pengembalian ekspektasi dengan model ini dilakukan melalui dua tahapan, yaitu :

- 1) Membentuk model ekspektasi dengan menggunakan data realisasi selama periode estimasi.
- 2) Menggunakan model ekspektasi ini untuk mengestimasi tingkat pengembalian ekspektasi pada *event study*. Model ekspektasi dapat dibentuk dengan teknik regresi OLS (*Ordinary Least Square*).

b. Model Disesuaikan Pasar (*Market-Adjusted Model*)

Model ini beranggapan bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi tingkat pengembalian suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat tersebut. Dengan menggunakan model ini, maka tidak perlu menggunakan periode estimasi untuk membentuk model estimasi, karena *return* sekuritas yang diestimasi adalah sama dengan *return* indeks pasar.

3. *Actual Return*

Actual Return merupakan tingkat pengembalian yang terjadi pada waktu ke-t yang merupakan selisih harga saham sekarang relatif terhadap harga saham hari sebelumnya.

4. *Abnormal Return*

Definisi *abnormal return* dalam Wikipedia adalah perbedaan antara *return* yang sebenarnya terjadi (*actual return*) dengan *expected return* (*normal return*). *Abnormal return* biasanya terjadi karena dipicu oleh adanya “peristiwa”. “Peristiwa” tersebut dapat berupa peristiwa yang terjadi di dalam “perusahaan” maupun peristiwa makro ekonomi, baik peristiwa nasional (di dalam suatu negara) ataupun peristiwa internasional. Peristiwa perusahaan contohnya adalah merger-akuisisi, pembagian deviden, *stock split*, *right issue*, dan lainnya. Sedangkan, peristiwa makro ekonomi contohnya adalah kenaikan suku bunga, krisis ekonomi nasional ataupun global, peristiwa atau informasi yang terjadi pada suatu sektor industri, dan lainnya. Menurut Wikipedia “peristiwa” dalam konteks ini dapat diklasifikasikan sebagai kejadian yang belum diberi “harga” atau mempengaruhi pasar saham.

Serupa dengan definisi *abnormal return* dari Bodie, Kane, dan Markus adalah *return* yang diluar kebiasaan / prediksi dari saham di pasar yang terjadi akibat adanya informasi yang baru saja dikeluarkan oleh dan mengenai perusahaan. Menurut Lamdin, *abnormal return* adalah deviasi dari *actual return* ataupun *predicted return* (*expected return*) berdasarkan model awal yang dipakai peneliti.

Dalam perdagangan pasar saham, *abnormal return* adalah perbedaan antara saham individu maupun portofolio dalam rata-rata

peforma pasar dalam periode waktu tertentu. Biasanya indeks pasar (di Indonesia IHSG) digunakan sebagai referensi rata-rata peforma pasar. Contohnya, jika harga saham naik 7% karena adanya informasi yang baik dari “peristiwa” yang mempengaruhi harga saham, namun indeks harga saham hanya naik sebesar 3%, maka *abnormal return* adalah sebesar 4% ($7\% - 3\% = 4\%$). Jika persentase pergerakan (kenaikan) indeks harga saham lebih besar daripada persentase kenaikan harga saham individu, maka *abnormal return* akan negatif, dan sebaliknya ketika terjadi penurunan harga saham.

$$\textbf{\textit{Abnormal Return}} = \textbf{\textit{Actual Return}} - \textbf{\textit{Normal Return}}$$

Namun Bodie, Ken, dan Markus menyatakan bila hanya melihat *abnormal return* dari hari ke hari semata, akan menjadi indikator yang kurang optimal mengenai dampak sebenarnya dari informasi penggerak harga (dalam konteks ini *right issue*), jadi lebih optimal menggunakan *cumulative abnormal return* (CAR) yang diartikan secara sederhana sebagai jumlah seluruh *abnormal return* selama *event window*.

2.1.9 Indeks Harga Saham

Indeks harga saham merupakan salah satu alat yang dapat digunakan untuk mengetahui apakah kinerja suatu saham *underperformance* atau sebaliknya. Hal ini dapat dilakukan dengan menggunakan metode perhitungan *return* dengan model *market adjusted return*. Di pasar modal

indeks harga saham merupakan indikator utama yang menggambarkan pergerakan saham. Di pasar Modal sebuah indeks diharapkan memiliki lima fungsi yaitu:

- a. Sebagai indikator trend pasar,
- b. Sebagai indikator tingkat keuntungan,
- c. Sebagai tolak ukur (benchmark) kinerja suatu portofolio,
- d. Memfasilitasi pembentukan portofolio dengan strategi pasif,
- e. Memfasilitasi berkembangnya produk derivatif.

Ada beberapa macam pendekatan atau metode perhitungan yang digunakan untuk menghitung indeks, yaitu: (1) menghitung rata-rata (*arithmetic mean*) harga saham yang masuk dalam anggota indeks, (2) menghitung (*geometric mean*) dari indeks individual saham yang masuk anggota indeks, (3) menghitung rata-rata tertimbang nilai pasar. Umumnya semua indeks harga saham gabungan (*composite*) menggunakan rata-rata tertimbang termasuk di bursa efek Indonesia. Di bursa efek Indonesia terdapat 5 (lima) jenis indeks, antara lain:

- a. **Indeks individual**, menggunakan indeks harga saham masing-masing saham terhadap harga dasarnya. Perhitungan indeks ini menggunakan prinsip yang sama dengan IHSG.
- b. **Indeks harga saham sektoral**, menggunakan semua saham yang termasuk dalam masing-masing sektor. Perhitungan harga dasar masing-masing sektoral didasarkan pada kurs atau harga akhir

setiap saham. Di BEI indeks sektoral terbagi atas sembilan sektor, yaitu:

- 1) Sektor-sektor Premier (ekstraktif):
 - i. Pertanian
 - ii. Pertambangan
 - 2) Sektor-sektor sekunder (industri manufaktur):
 - i. Industri dasar dan kimia
 - ii. Aneka industri
 - iii. Industri barang konsumsi
 - 3) Sektor-sektor tersier (jasa):
 - i. Properti dan *real estate*
 - ii. Transportasi dan infrastruktur
 - iii. Keuangan
 - iv. Perdagangan, jasa dan investasi
- c. Indeks LQ45, menggunakan 45 saham teraktif yang dipilih berdasarkan likuiditas perdagangan saham dan disesuaikan setiap enam bulan
- d. Indeks Harga Saham Gabungan atau IHSG (*composite share price index*), menggunakan semua saham yang tercatat sebagai komponen perhitungan indeks
- e. Indeks syariah atau JII (*Jakarta Islamic Index*), merupakan indeks yang dikembangkan dengan Danareksa *Investment Management*.

Indeks ini merupakan indeks yang mengakomodasi syariat investasi dalam Islam atau indeks yang berdasarkan syariah Islam.

2.1.10 Kinerja jangka pendek Pasca SEO

Penelitian mengenai kinerja jangka pendek setelah *seasoned equity offering* dengan mekanisme *right issue* telah banyak dilakukan, tetapi terdapat hasil yang berbeda-beda dalam setiap penelitian. Beberapa penelitian sebelumnya secara umum menunjukkan adanya hubungan antara pengumuman penawaran saham baru dengan penurunan harga saham sekitar 3% yang dialami oleh perusahaan melakukan penawaran saham melalui *public offering*. Diantaranya adalah penelitian oleh Kalay dan Shimrat (1987), Asquith dan Mullins (1986), Mikkelson dan Partch (1986), Masulis dan Korwar (1986), serta Eckbo dan Masulis (1986).

Berbanding terbalik dengan penelitian mengenai *public offering* dengan mekanisme *right issue* dimana hasil dari setiap penelitian berbeda-beda. Nelson (1965), Scholes (1972), Smith (1977), Loderer dan Zimmermann (1988) tidak mendapatkan pengaruh *right issue* yang signifikan terhadap harga saham, sedangkan penelitian lain yaitu Ball, Brown, dan Finn (1977), Kothare (1991), Eckbo dan Masulis (1992), Hansen (1988), Singh (1977), Kothare (1991), Eckbo dan Marsh (1979) mendapatkan pengaruh *right issue* yang negatif terhadap harga saham. Namun terdapat juga beberapa penelitian yang mendapatkan pengaruh

positif, seperti Kang (1990), Merrett, Howe dan Newbould (1967) serta Tsangarakis (1996).

Dari penelitian diatas diketahui bahwa pengaruh pengumuman *right issue* terhadap harga saham tidak menghasilkan hasil yang seragam. Tetapi terdapat kecenderungan pengaruh negatif terjadi pada *develop capital market* atau pasar modal yang sudah maju, sedangkan pengaruh positif terjadi pada *emerging capital market*.

Di indonesia sendiri yang merupakan *emerging capital market*, reaksi *right issue* ditangkap pasar sebagai sinyal positif. Penelitian berlianta (2005) menemukan bahwa terdapat sinyal positif yang terjadi pasca *right issue*.

Dalam penelitian Amalia Safitri dan Eduardus Tandelilin (2000) Fenomena kinerja *right issue* atau reaksi pasar terhadap pegumuman *right issue* dapat dijelaskan dengan beberapa hipotesis yaitu:

1) *Information Effect*

Berdasarkan hipotesis *information effect* pengeluaran ekuitas baru bisa diterima sebagai informasi negatif berkaitan dengan *cash flow* perusahaan di masa depan sehingga diikuti dengan penurunan harga saham (miller dan Rock, 1985), namun dapat juga diinterpretasikan sebagai berita yang positif berkaitan dengan kesempatan investasi perusahaan. *Right issue* akan ditangkap sebagai informasi yang positif jika perusahaan dianggap menemukan proyek baru dengan NPV positif. Semakin besar *right offering* dihubungkan

dengan NPV proyek yang semakin besar, maka reaksi harga saham akan berhubungan positif dengan ukuran (*size*) penawaran (Tsangarakis, 1996). Menurut hasil regresi *cross-sectional* oleh Tsangarakis (1996) membuktikan adanya hubungan positif yang signifikan antara *abnormal return* pada saat *right issue* dengan besarnya penambahan modal.

2) *Signaling Effects*

Dalam hipotesis ini besarnya harga penawaran saham baru berpengaruh positif terhadap *abnormal return*. Menurut Heinkel dan Schwartz (1988) dalam penelitian Amalia Safitri dan Eduardus Tandelilin (2000) menyarankan bahwa harga penawaran merupakan informasi yang sangat bernilai, dan memprediksikan bahwa harga penawaran yang lebih rendah akan menyebabkan penurunan harga yang lebih besar.

3) *Price Pressure Effects*

Berasumsi bahwa kurva permintaan untuk saham perusahaan mempunyai *slope* menurun (*downward-sloping*), sehingga pengumuman akan adanya penambahan suplai saham akan menurunkan harga saham tersebut.

4) *Wealth Redistribution Effects*

Penurunan nilai pasar dari ekuitas yang ada berhubungan dengan peningkatan yang ekuivalen pada nilai pasar hutang perusahaan. Penerbitan ekuitas baru akan menurunkan *ratio*

leverage perusahaan, sehingga resiko hutang menjadi mengecil dan konsekuensinya nilai pasar hutang pasar meningkat. Dengan kata lain pemilik hutang mendapatkan keuntungan yang di sisi lain merupakan kerugian bagi pemegang saham (*shareholders*).

2.1.11 ***Underperformance* Pasca Penawaran Umum Ke Publik**

Terjadinya penurunan kinerja pasca penawaran publik baik melalui IPO dan SEO seolah telah menjadi suatu fenomena yang selalu terjadi pada setiap penawaran Longhran dan Ritter (1995) mendapatkan hasil bahwa rata-rata *raw return* dari perusahaan yang melakukan *seasoned equity offering* hanya sebesar 7% per tahun selama lima tahun pasca melakukan penawaran (*right offering*), hal ini sangat rendah jika dibandingkan dengan kinerja perusahaan *benchmark* dengan *market capitalization* yang sama dan tidak melakukan *seasoned equity offering* dimana rata-rata *raw return* yang didapatkan dapat mencapai 15% per tahun. Spiess dan Affleck-Graves (1995) juga mendapatkan hasil yang serupa dengan Ritter dimana *return* jangka panjang yang didapat oleh perusahaan yang melakukan *seasoned equity offering* masih lebih rendah jika dibandingkan dengan perusahaan yang tidak melakukan *seasoned equity offering* meskipun telah mengontrol *benchmark* terhadap perusahaan yang memiliki kesamaan besarnya penawaran (*proceed*), usia perusahaan (*age*) dan *market to book ratio*.

Bukti empiris lainnya juga menyatakan bahwa adanya reaksi pasar yang positif terhadap pengeluaran ekuitas baru. Hal ini diperkuat oleh Hull (2000) yang meneliti tentang tujuan dari penawaran umum yang menggunakan *hypothesis signaling* menyatakan bahwa perusahaan yang melakukan *right issue* dengan tujuan untuk mengembangkan perusahaannya akan mendapat respon positif pada harga sahamnya. Selain itu Kang, Kim dan Stultz (1999) meneliti mengenai kinerja jangka panjang dari perusahaan yang melakukan *seasoned equity offering* di pasar Jepang dan mendapatkan hasil bahwa tidak adanya *abnormal return* negatif dari kinerja jangka panjang perusahaan yang melakukan *seasoned equity offering*. selain Kang, hasil serupa jika didapatkan oleh Dubois dan Pierre (2000) dimana dalam jangka panjang tidak adanya *abnormal return* negatif yang terjadi pasca (*seasoned equity offering*).

Berdasarkan teori (Tjiptono Darmadji dan Hendy M. Fakbruddin, 2001), *seasoned equity offering* atau secara khusus *right issue* memang pada umumnya akan menurunkan harga saham dalam jangka pendek karena jumlah atau volume saham akan bertambah, selain itu umumnya harga pelaksanaan *right issue* akan di bawah harga saham yang berlaku, hal ini dilakukan agar menarik perhatian investor lama untuk membelinya. Tetapi setelah atau pasca SEO pada sebagian saham harga riil berada diatas harga teoritis. Hal tersebut dapat terjadi karena dua hal yaitu: (1) karena secara teoritis harga saham menjadi lebih murah, maka

akan banyak orang yang mampu membeli saham. Permintaan akan naik dan harga meningkat di atas harga teoritis. (2) bila terdapat dana segar yang masuk ke perusahaan yang kemudian digunakan untuk perbaikan srtruktur modal maka kinerja perusahaan diharapkan akan menjadi lebih baik di masa mendatang sehingga akan meningkatkan kinerja jangka saham.

2.1.12 Kinerja Saham Jangka Panjang Pasca SEO

Bukti empiris meyimpulkan bahwa adanya reaksi pasar yang positif terhadap pengeluaran ekuitas baru. Pillote (1992) melaporkan bahwa pengaruh kesempatan bertumbuh akan menjadi faktor yang menimbulkan reaksi pasar yang positif. Cooney dan kalay (1993) dengan menggunakan model yang didasarkan pada *pecking order hypothesis* melaporkan adanya reaksi pasar yang positif terhadap SEO oleh perusahaan dengan pertumbuhan yang tinggi. Respon pasar yang berbeda tersebut tentu dipengaruhi oleh tujuan perusahaan yang melakukan SEO, misalnya untuk memperkuat struktur modal, melakukan investasi yang membutuhkan dana besar, dan membiayai hutang yang jatuh tempo (Hull 2000).

Walaupun investor mempunyai informasi yang cukup mengenai perusahaan yang melakukan SEO, asimetri tetap terjadi dalam penawaran ini (Guo dan Mech, 2000). Kondisi inilah yang memotivasi manajemen untuk bersikap oportunistik untuk melakukan manipulasi

terhadap perusahaan, baik sebelum dan pada saat penawaran (Rangan dan Teoh et al, 1998). Manipulasi yang dikenal dengan *earnings management* ini mengakibatkan penurunan kinerja perusahaan (*Underperformance*) sesudah penawaran (McLaughlin, 1996; Loughran dan Ritter, 1997; Teoh et al, 1998; Rangan, 1999).

Alderson dan Betker (2000) dan Trail dan Vos (2000) menjelaskan penurunan kinerja perusahaan yang melakukan SEO terjadi karena adanya upaya perusahaan untuk mengambil keuntungan jangka pendek pada saat pasar menilai perusahaan terlalu tinggi tersebut tidak dapat dipertahankan karena pasar melakukan koreksi terhadap kesalahannya. Penelitian Loughran dan Ritter (1997) menggunakan enam rasio keuangan untuk melihat kinerja keuangan sebelum dan lima tahun setelah SEO. Hasilnya menunjukkan rasio-rasio keuangan, khususnya rasio *profit margin* dan ROA mengalami penurunan selama empat tahun setelah penawaran. Sehingga dapat disimpulkan bahwa perusahaan akan melakukan manajemen laba untuk membuat kinerja perusahaan terlihat bagus, sehingga diharapkan memberikan sinyal positif kepada investor tetapi pada jangka panjang pasar akan menyesuaikan kembali harga saham sesuai dengan nilai sebenarnya sehingga manajemen laba akan membuat kinerja saham jangka panjang yang melakukan SEO akan cenderung menurun (negatif).

Tetapi menurut Kang, Kim dan Stultz (1999) yang meneliti mengenai kinerja jangka panjang dari perusahaan yang melakukan

seasoned equity offering di pasar Jepang dan mendapatkan hasil bahwa tidak adanya *abnormal return* negatif dari kinerja jangka panjang perusahaan yang melakukan *seasoned equity offering*. selain Kang, hasil serupa jika didapatkan oleh Dubois dan Pierre (2000) dimana dalam jangka panjang tidak adanya abnormal return negatif yang terjadi pasca (*seasoned equity offering*). Dalam penelitiannya Pierre (2000) dengan metode *buy-hold-abnormal return* didapatkan hasil rata-rata perusahaan yang melakukan penawaran publik akan mendapatkan *gain* sebesar 17.18% selama tiga tahun, walaupun lebih rendah dari perusahaan *benchmark* yang tidak melakukan penawaran. Sehingga sampai saat ini penelitian mengenai kinerja jangka panjang terhadap *seasoned equity offering* belum mendapatkan hasil yang konsisten. Tetapi berdasarkan penjelasan Ritter (1991) pengukuran kinerja jangka panjang sangat dipengaruhi oleh pemilihan *benchmark* yang digunakan. Selain itu menurut Barber dan Lyon (1996) menyatakan bahwa pengukuran kinerja jangka panjang sangat sensitif terhadap metode perhitungan yang digunakan.

2.2. Review Penelitian Terdahulu

Penelitian ini bertujuan untuk melihat dan menganalisis pengaruh SEO dengan mekanisme *right issue* terhadap kinerja jangka panjang saham, Abhay Abhyankar & Keng-Yu Ho (2001), Nhu do (2000), Loughran & Ritter (1997), Michel Dubois & Pierre Jeanneret, Afflek & Page (1996)

merupakan beberapa peneliti yang meneliti mengenai kinerja jangka panjang SEO. Berdasarkan literatur kinerja jangka panjang dapat diukur dengan menggunakan metode CAR, BHAR dan Fama & French Model. Untuk lebih lengkap dan jelas, dapat dilihat tabel daftar penelitian terdahulu pada Lampiran 1.

2.3. Kerangka Pemikiran

Penelitian ini menguji pengaruh *seasoned equity offering* dengan mekanisme *right issue* terhadap kinerja jangka panjang saham yang diprosikan dengan tingkat *abnormal return*. Pengujian kandungan informasi dilakukan untuk melihat reaksi dari suatu pengumuman atau “peristiwa”. Indikator dalam melihat reaksi pasar tersebut ditunjukkan dengan menggunakan dua metode perhitungan, yaitu CAR (*Cumulative Abnormal Return*) dan BHAR (*Buy and Hold Abnormal Return*). Jika salah satu indikator atau metode menampilkan reaksi, misalnya terdapat AR (*Abnormal Return*), maka dapat dikatakan ada kandungan informasi dari pengumuman *right issue* tersebut. Jika hasil dari perhitungan CAR dan BHAR positif (negatif) maka nilai tersebut mengindikasikan terdapat informasi *outperformance* (*underperformance*) terhadap kinerja saham jangka panjang. Untuk selengkapnya dapat dilihat pada lampiran 3.

2.4. Hipotesis

Dengan mempertimbangkan kajian teori dan *review* penelitian terdahulu yang relevan, hipotesis penelitian ini adalah:

H₀: Kinerja jangka panjang SEO di indonesia secara signifikan mengalami penurunan (*underperformance*)

H_a: Kinerja jangka panjang SEO di Indonesia secara signifikan tidak mengalami penurunan (*outperformance*)

BAB III

OBJEK DAN METODOLOGI PENELITIAN

3.1. Objek dan Ruang Lingkup Penelitian

3.1.1. Objek Penelitian

Obyek penelitian ini adalah perusahaan yang melakukan penawaran umum dengan mekanisme *right offering* di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2006-2007.

3.1.2. Ruang Lingkup Penelitian

Lingkup dalam penelitian ini adalah kinerja jangka panjang *return* saham pada perusahaan yang melakukan penawaran umum dengan mekanisme *right offering* di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2006-2007.

3.2. Metode Penelitian

Metode penelitian ini menggunakan metode penelitian komparatif yaitu metode penelitian yang bersifat membandingkan. Data penelitian yang diperoleh akan diolah, dianalisis secara kuantitatif serta diproses lebih lanjut dengan alat bantu program Microsoft Excell.

3.3. Operasional Variabel Penelitian

Sesuai dengan judul **Analisis Kinerja Saham Jangka Panjang Setelah *Seasoned Equity Offering* Pada Perusahaan yang Terdaftar di Pasar Modal Indonesia Pada Tahun 2006-2007**, maka penelitian ini akan mengukur apakah terjadi *undepformance* atau *outperformance* pasca *right issue* terhadap pasar

modal Indonesia. Dalam penelitian ini digunakan metode pendekatan CAR dan BHAR untuk menjelaskan fenomena tersebut.

Peneliti juga menggunakan tiga *benchmark* dalam mengevaluasi kinerja jangka panjang SEO, yaitu: indek pasar (IHSG), indeks sektoral dan *matching firm*. IHSG merupakan indeks saham gabungan yang mencakup keseluruhan perusahaan yang terdaftar pada BEI. Indeks sektoral merupakan indeks gabungan dari perusahaan yang bergerak dalam industri yang sama. Sedangkan *matching firm* (lihat pada lampiran 1) merupakan perusahaan-perusahaan yang dipilih berdasarkan kesamaan industri dan/atau ukuran yang sama atau mendekati yang dilihat dari nilai kapitalisasi pasar pada akhir tahun penerbitan.

3.4. Metode Pengumpulan data

Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder, yaitu data yang tidak diperoleh secara langsung dari sumbernya dan bukan diusahakan oleh penulis/peneliti melainkan sudah tersedia.

Metode pengumpulan data dalam penelitian ini adalah dengan menggunakan metode dokumentasi, yaitu pengumpulan data yang dilakukan dengan melakukan pencatatan dari sumber-sumber data yang terkait. Data yang dikumpulkan bersumber dari laporan keuangan tahunan emiten yang melakukan *seasoned equity offering* dengan mekanisme *right issue* dalam *Indonesian Capital Market Directory* periode 2005-2009, *Fact Book*, website resmi Bursa Efek Indonesia: www.idx.co.id dan website www.duniainvestasi.com

3.5. Teknik Penentuan Populasi dan Sampel

Populasi dari penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang melakukan *corporate action* yaitu *seasoned equity offering* dengan mekanisme *right offering* pada tahun 2006-2007. Sementara itu, sampel dipilih dengan metode *purposive sampling* yaitu teknik penentuan sampel dengan pertimbangan atau dengan kriteria pemilihan tertentu (lihat lampiran 2). Adapun kriteria-kriteria tersebut adalah:

1. Perusahaan yang melakukan right offering pada periode 2006-2007
2. Menerbitkan laporan keuangan periode 2006-2007
3. Perusahaan emiten yang dijadikan sampel tidak melakukan right offering kembali selama dalam kurun waktu penelitian. Healy & Palepu's (1990) dalam penelitian Loughran & Ritter (1997) menyatakan bahwa pemelihan sampel seperti ini penting untuk dilakukan untuk mengurangi dependen dari hasil test statistik.
4. Data harga saham (harian dan bulanan) emiten yang dijadikan sampel tersedia.
5. Perusahaan yang dijadikan sampel tidak berpindah atau mengubah *core business*-nya atau jenis industrinya selama rentang waktu penelitian.

3.6. Metode Analisis

Dalam Penelitian ini analisis terhadap kinerja jangka panjang SEO dilakukan dengan metode perhitungan CAR dan BHAR, hal ini dilakukan untuk mengetahui reaksi atas suatu peristiwa agar data yang diperoleh dapat diolah agar sesuai dengan kebutuhan yang ingin didapatkan peneliti. Analisis

dilakukan dengan menggunakan alat bantu program *software* Microsoft Excel.

Metode analisis untuk kinerja jangka panjang SEO dengan mekanisme *right offering* diukur dengan menggunakan metode CAR dan BHAR. Metode pendekatan CAR dan BHAR dapat mengukur kinerja perusahaan (emiten) dengan melihat *abnormal return* yang terjadi selama periode yang telah ditentukan yaitu 1-36 bulan. *Abnormal return* bulanan dihitung berdasarkan tanggal atau hari *right issue* pertama kali dilaksanakan. Selain itu sebagai pembanding untuk mengetahui suatu peristiwa (*right issue*) mengalami *underperformance* atau tidak, maka digunakan *return* bulanan IHSG, *return* indeks industri (sektoral) dan *matching company* dengan *firm size* yang sama atau setidaknya mendekati perusahaan yang dijadikan penelitian dengan waktu yang sama dari masing-masing sampel pada saat *right offering* dilakukan. Dalam pengukuran kesamaan *firm size* peneliti mengikuti kriteria yang dibuat oleh Barber & Lyon (1996) yaitu perusahaan yang dijadikan *benchmark* harus berada dalam satu industri dan memiliki kemiripan baik dalam jumlah atau total aset dan rasio perusahaan lainnya. Berdasarkan saran dari Barber & Lyon (1996) maka peneliti menggunakan pendekatan dengan melihat *market capitalization* sebagai tolak ukur dimana data mengenai *market capitalization* didapat peneliti dari *fact book* yang secara resmi dikeluarkan oleh *Indonesia Stock Exchange*.

3.6.1 *Cumulative Abnormal Return (CAR)*

Dalam Penelitian Rizkiyah, Wilda (2011) yang mengukur kinerja jangka panjang IPO pada Bursa Efek Indonesia CAR dihitung dengan langkah-langkah berikut. Pertama, ditentukan terlebih dahulu *raw return* r_{it} , bulanan dari perusahaan atau emiten yang melakukan SEO (*right offering*), (lihat Lampiran 2, 3, dan 4), dengan cara sebagai berikut:

$$r_{it} = (P_{it(30)} - P_{it(1)}) / P_{it(1)}$$

di mana $P_{it(30)}$ adalah harga penutupan perusahaan i pada hari ke-30 untuk periode t dan $P_{it(1)}$ adalah harga penutupan perusahaan i pada hari pertama untuk periode t .

Kedua, *raw return* bulanan *benchmark* (lihat Lampiran 5-16) dihitung dengan pola yang sama dengan *raw return* perusahaan IPO, seperti berikut:

$$r_{bench} = (P_{bench(30)} - P_{bench(1)}) / P_{bench(1)}$$

di mana $P_{bench(30)}$ adalah harga penutupan *benchmark* pada hari ke-30 untuk periode t dan $P_{bench(1)}$ adalah harga penutupan *benchmark* pada hari pertama untuk periode t .

Ketiga, *return* yang dikoreksi *benchmark* dihitung sebagai selisih dari *raw return* perusahaan yang dijadikan sampel i dan *return* portfolio *benchmark* pada periode yang sama:

$$AR_{it} = r_{it} - r_{bench}$$

Keempat, *return* rata-rata untuk portfolio dari n saham pada periode t ditunjukkan dengan nilai *mean return* yang dikoreksi *benchmark*:

$$AR_t = \sum_{i=1}^{n_t} \omega_i ar_{i,t}$$

di mana $ar_{i,t}$ adalah *return* untuk tiap perusahaan SEO yang dikoreksi oleh *benchmark*, ω_i adalah bobot sampel dimana dalam penelitian ini peneliti menggunakan *metode equally-weighted* ($\omega_i = 1/n$), dan n adalah jumlah sampel perusahaan dalam periode t .

Terakhir, CAR diperoleh dengan mengakumulasi nilai *return* rata-rata yang telah dikoreksi *benchmark* untuk tiap periode t :

$$CAR_t = \sum_{\tau=1}^t AR_{\tau}$$

Untuk menilai apakah hasil perolehan CAR signifikan secara statistik, maka dilakukan uji t untuk CAR seperti berikut:

$$CAR_{t_{month}} = \frac{\overline{CAR_t}}{\sigma(CAR_t)/\sqrt{n}}$$

di mana $\sigma(CAR_t)$ adalah standar deviasi sampel *return* abnormal dan n adalah jumlah sampel dalam penelitian.

3. 6. 2. Buy-and-Hold Abnormal Returns (BHAR)

Barber dan Lyon (1996) dalam penelitian Rizkiyah, Wilda (2011) menyatakan bahwa *return* jangka panjang seharusnya dihitung dengan cara mengurangi *buy-and-hold return* jangka

panjang dari perusahaan sampel dengan *return* jangka panjang dari *benchmark* yang sesuai, di mana cara tersebut dikenal dengan model *buy-and-hold abnormal returns* (BHAR). Mereka menganjurkan penggunaan model BHAR daripada model CAR untuk dua alasan. Pertama, Barber dan Lyon (1996) mendokumentasikan bahwa CAR merupakan prediktor yang bias terhadap BHAR. Model ini, dalam keadaan paling buruk, akan menghasilkan penilaian yang salah.

Sebagai contoh dari kondisi di atas, diketahui bahwa perusahaan-perusahaan sampel secara keseluruhan memiliki *buy-and-hold abnormal return* tahunan yang bernilai 0 (nol) yang dievaluasi secara relatif terhadap *benchmark* pasar, memiliki korespondensi dengan *mean* CAR 12-bulanan sebesar + 5% secara rata-rata.

Dalam situasi seperti di atas, peneliti yang membatasi analisa mereka dengan CAR dan mengabaikan analisa dengan BHAR, dapat dibayangkan akan menyimpulkan bahwa sampel tersebut menghasilkan *abnormal return* jangka panjang, ketika dalam keadaan sebenarnya sampel tersebut tidak menghasilkan *abnormal return*. Untuk sampel random, mereka mendokumentasikan bahwa peneliti akan memperoleh penilaian berbeda dari penggunaan CAR sebagai pengganti BHAR, sebesar 4% dalam semua situasi yang dijadikan contoh.

Kedua, bahkan jika penilaian yang dilakukan berdasarkan CAR ternyata benar, ukuran yang terdokumentasi tidak akan

terkorespondensi pada nilai investasi rata-rata ataupun pada nilai tengah perusahaan sampel relatif terhadap *benchmark* yang sesuai, selama horison waktu yang berkepentingan. Karena kedua alasan yang disampaikan oleh Barber dan Lyon (1996) tersebutlah, maka penelitian ini juga menggunakan model BHAR sebagai alat analisa dan evaluasi.

BHAR ditentukan dari langkah-langkah berikut ini. Pertama, ditentukan terlebih dahulu *raw return* bulanan dari perusahaan yang melakukan SEO (*right offering*) (r_{it}) dan *benchmark* (r_{bench}), dengan cara yang sama seperti pada metode CAR.

Kedua, *buy-and-hold return* selama 3 tahun untuk perusahaan SEO i , dilambangkan dengan BHR_{it} , ditentukan sebagai berikut:

$$BHR_{it} = \prod_{t=start}^{\min(T, delist)} (1 + r_{it}) - 1$$

di mana r_{it} adalah *raw return* bulanan pada perusahaan i dalam periode t , *start* adalah bulan pertama melakukan *issue* dan $\min(T, delist)$ adalah bulan terakhir perdagangan saat data diambil atau akhir periode tiga tahun perdagangan. Model tersebut akan menghitung *total return* dari strategi *buy-and-hold*, di mana saham dibeli pada harga penutupan pasar di hari pertama *listing* dan menyimpannya hingga (i) tahun pertama, kedua, atau ketiganya, atau (ii) saat *delisting*.

Ketiga, *buy-and-hold return* dari *benchmark*, dilambangkan dengan BHR_{bench} , dihitung dengan pola sama:

$$BHR_{bench} = \prod_{t=start}^{\min(T, delist)} (1 + r_{bench}) - 1$$

di mana r_{bench} adalah *raw return* bulanan pada *benchmark* dalam periode t , $start$ adalah bulan yang sama saat perusahaan melakukan *issue* dan $\min(T, delist)$ adalah bulan terakhir perdagangan saham SEO saat data diambil atau akhir periode tiga tahun perdagangan. Model tersebut akan menghitung *total return* dari strategi *buy-and-hold* untuk *benchmark*, yang akan digunakan sebagai pengkoreksi *return* saham yang melakukan SEO (*right offering*).

Keempat, *buy-and-hold abnormal return* untuk tiap perusahaan sampel yang dikoreksi oleh *benchmark*, $BHAR_{it}$, dihitung dengan cara mengurangi *buy-and-hold return* perusahaan i dengan *return* portfolio *benchmark*, seperti berikut:

$$BHAR_{it} = BHR_{it} - BHR_{bench}$$

di mana BHR_{it} adalah *buy-and-hold return* pada perusahaan i dalam periode t , dan BHR_{bench} adalah *buy-and-hold return* pada *benchmark* dalam periode t . Nilai positif (negatif) dari $BHAR$ yang akan menunjukkan bahwa SEO yang dilakukan *outperform* (*underperform*) atas portfolio *benchmark* yang telah ditentukan.

Mean buy-and-hold abnormal return, yang dilambangkan dengan \overline{BHAR}_t , untuk periode t ditentukan sebagai berikut:

$$\overline{BHAR}_t = \sum_{i=1}^n \omega_i BHAR_{it}$$

di mana $BHAR_{it}$ adalah *buy-and-hold return* untuk tiap perusahaan sampel yang dikoreksi oleh *benchmark*, ω_i adalah bobot sampel ($\omega_i = 1/n$), dimana dalam penelitian ini peneliti menggunakan metode *equally-weighted* dan n adalah jumlah sampel perusahaan dalam periode t . Model ini akan menunjukkan hasil rata-rata *buy-and-hold return* untuk semua sampel, dalam periode bulan ke-1 hingga bulan ke-36 (3 tahun periode *holding*).

Signifikansi statistik dari *mean* BHAR dihitung dengan menggunakan dua prosedur berbeda, untuk mengecek *robustness* dari hasil yang diperoleh. Prosedur pertama menggunakan uji statistik konvensional.

Barber, Lyon & Tsai (1999), dalam Dubois & Jeanneret (2000), menyatakan bahwa meskipun *buy-and-hold* dianggap dapat menjelaskan kinerja jangka panjang lebih dari metode CAR, namun pendekatan tersebut meningkatkan kemungkinan bahwa distribusi *return* jangka panjang akan terbelokkan (*skewness*). Karenanya, digunakan prosedur kedua, yaitu penghitungan *t*-statistik *bootstrapped skewness-adjusted*, seperti yang disarankan oleh Barber, Lyon & Tsai. (1999).

Model *t*-statistik *bootstrapped skewness-adjusted* dirumuskan sebagai berikut:

$$t_{sa} = \sqrt{n} \left(S + \frac{1}{3} \hat{\varphi} S^2 + \frac{1}{6n} \hat{\varphi} \right)$$

di mana

$$S = \frac{\overline{BHAR_t}}{\sigma(BHAR_t)}, \text{ dan } \hat{\varphi} = \frac{\sum_{t=1}^n (BHAR_t - \overline{BHAR_t})^3}{n \sigma(BHAR_t)^3}$$

di mana $\hat{\varphi}$ adalah perhitungan dari koefisien ketidaklurusan (*skewness*). Sementara uji *t*-statistik konvensional ditentukan dengan cara: $\sqrt{n}S$.

BAB IV

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

4. 1. Deskripsi Statistik

Tabel 4.1 menunjukkan rangkuman deskripsi statistik penelitian yang terdiri dari kapitalisasi pasar (*market capitalization*), dana yang di dapat setelah proses *right offering* (*proceeds*), *total asset* dan total kewajiban (*debt*) pada tahun perusahaan atau emiten melakukan *right offering*. Variabel *market capitaizationl* dan *proceeds* ditunjukkan dengan besaran nilai Rupiah dalam jutaan, sementara *total asset* dan *total debt* ditunjukkan dengan besaran nilai Rupiah dalam miliar. Panel A, B, dan C pada Tabel 4.1 secara berturut-turut menunjukkan deskripsi statistik untuk keseluruhan 25 saham SEO, 10 saham yang terdaftar dalam perusahaan financial, dan 15 saham SEO yang terdaftar dalam perusahaan non financial.

Tabel 4.1 Deskripsi Statistik

Variable	Mean	St.Dev	Minimum	Median	Maximum
Panel A: All SEOs (n=25)					
<i>Market Capital</i> (dalam juta Rp)	2,586,252	2,868,473	27,703	1,805,760	11,502,439
<i>Proceed</i> (dalam juta Rp)	1,189,504	1,863,752	2,023	547,163	9,161,109
<i>Total asset</i> (dalam miliar Rp)	6,323	9,378	108	2,192	36,919
<i>Total Debt</i> (dalam miliar Rp)	5,287	8,449	15.00	1758.00	32103.00
Panel B: Financial (n=10)					
<i>Market Capital</i> (dalam juta Rp)	3,405,532	3622880.972	87,097	2,599,008	11,502,439
<i>Proceed</i> (dalam juta Rp)	817,731.92	666,261.51	2,023	625,022	2,103,964.92
<i>Total asset</i> (dalam miliar Rp)	11,704	53	175	6,727	36,919.00
<i>Total Debt</i> (dalam miliar Rp)	10404.20	11694.36	100.00	4487.00	32103.00
Panel C: Non Financial (n=15)					
<i>Market Capital</i> (dalam juta Rp)	2,040,065	2206498.209	27,703	1,295,056	7,488,423
<i>Proceed</i> (dalam juta Rp)	1,437,352	2346228.388	92,857	440,177	9,161,109
<i>Total asset</i> (dalam miliar Rp)	2,735	2447.913592	108	1,963	7,276
<i>Total Debt</i> (dalam miliar Rp)	1876.13	1813.36	15.00	1024.00	5141.00

sumber: diolah Peneliti

Mean market capitalization untuk keseluruhan 25 saham SEO bernilai Rp 2,586.252 miliar. *Market capitalization* tertinggi dimiliki oleh perusahaan Bank Pan Indonesia Tbk (PNBN) sebesar Rp 11,502.439 miliar. Sementara, *market capitalization* terendah dimiliki perusahaan Kridaperdana Indahgraha Tbk (KPIG) sebesar Rp 27.703 miliar. Untuk *proceed*, rata-rata dana yang di dapatkan bernilai Rp 1,189.504 miliar, dimana dana terbesar yang dapat dikumpulkan dari *right offering* dimiliki oleh Perusahaan PT. Barito Pacific Tbk pada tahun 2007 sebesar Rp 9,161.109 miliar dan terendah dimiliki oleh perusahaan PT. Asuransi Bintang (ASBI) sebesar Rp 2.023 miliar. Sedangkan untuk *total asset* rata-rata nilai *total asset* perusahaan adalah sebesar Rp 6,323 Triliun, dimana total aset terbesar dimiliki oleh Perusahaan Bank Pan Indonesia Tbk (PNBN) yaitu Rp 36,919 miliar dan terendah dimiliki oleh Perusahaan Kridaperdana Indahgraha Tbk (KPIG) yaitu sebesar Rp 108 Miliar. Untuk *total debt* rata-rata *total debt* perusahaan yang melakukan *right offering* adalah sebesar Rp 5,287 miliar, dimana *total debt* terbesar dimiliki oleh perusahaan Perusahaan Bank Pan Indonesia sebesar Rp 32.103 miliar dan *total debt* terendah dimiliki oleh Perusahaan Kridaperdana Indahgraha Tbk dengan nilai Rp 15 miliar.

4. 2. Hasil Penelitian dan Pembahasan

4. 2. 1. Kinerja Jangka Panjang SEO dengan Metode *Cumulative Abnormal Return (CAR)*

Tabel 4.2 menunjukkan hasil penghitungan *mean return* dari 25 perusahaan yang melakukan SEO dengan mekanisme *right offering* selama periode 2006-2007, dihitung menggunakan metode CAR secara *equally-weighted* dengan *benchmark* indeks pasar (IHSG), indeks sektoral (industri) dan *matching company*, untuk 1 hingga 36 bulan perdagangan. Nilai *t-statistics* menunjukkan signifikansi dari hasil penghitungan, yang akan diukur pada level signifikansi 1%, 5%, dan 10%, menggunakan uji *two-tailed*.

Tabel 4.2 *Mean CAR SEO Indonesia Pada Periode 2006-2007 Benchmark IHSG, Sektoral dan Matching Firm*

Month	No. of SEO	Panel A		Panel B		Panel C	
		IHSG-adjusted		Indeks Sektoral-adjusted		Matching Firm-adjusted	
		EW	t-stat	EW	t-stat	EW	t-stat
1	25.00	0.98	0.44	0.34	0.16	1.31	0.62
2	25.00	-5.42	-1.9***	-6.45	-2.45**	11.24	0.65
3	25.00	-10.82	-4.83*	-11.95	-5.22*	7.47	2.38**
4	25.00	-15.63	-4.74*	-15.36	-4.26*	-13.61	-3.09**
5	25.00	-11.99	-3.69**	-11.73	-3.84*	-18.48	-4.02*
6	25.00	6.25	1.75***	5.05	1.47	-6.99	-1.71***
7	25.00	0.20	0.08	-0.01	0.00	-7.21	-2.32**
8	25.00	-18.03	-2.5**	-17.31	-2.33**	-16.07	-3.77*
9	25.00	-17.24	-4.26*	-16.36	-3.89*	-10.27	-1.60
10	25.00	-11.48	-3.04*	-9.59	-2.47**	-7.44	-1.67
11	25.00	-10.83	-2.08**	-10.67	-1.58	-14.00	-2.75**
12	25.00	-8.13	-3.26**	-10.01	-4.36*	13.28	0.68
13	25.00	-0.18	-0.05	-3.17	-0.86	28.04	6.39*
14	25.00	-2.40	-0.74	-2.33	-0.52	0.13	0.03
15	25.00	-4.56	-0.98	-1.76	-0.42	-1.34	-0.23

Month	No. of SEO	Panel A		Panel B		Panel C	
		IHSG-Adjusted		Indeks Sektoral-adjusted		Matching Firm-adjusted	
		EW	t-stat	EW	t-stat	EW	t-stat
16	25.00	1.36	0.30	2.91	0.43	7.60	1.23
17	25.00	1.33	0.45	3.06	1.04	8.77	2.48**
18	25.00	-0.90	-0.33	0.99	0.36	0.99	0.27
19	25.00	-3.39	-1.23	-1.95	-0.71	-1.30	-0.28
20	25.00	-4.95	-2.56**	-4.25	-2.83**	-2.26	-0.68
21	25.00	-0.23	-0.07	-0.53	-0.16	-5.06	-1.46
22	25.00	5.13	1.78***	3.27	0.98	4.52	1.02
23	25.00	1.74	0.38	2.30	0.52	-1.15	-0.19
24	25.00	-4.16	-1.23	-5.45	-1.69	-10.11	-2.58**
25	25.00	-3.20	-1.14	-6.53	-2.38**	-3.60	-1.10
26	25.00	-10.11	-1.25	-11.97	-1.41	-7.13	-0.88
27	25.00	-15.33	-3.84*	-17.73	-3.62**	-13.66	-1.96***
28	25.00	-8.36	-2.16**	-11.00	-2.84**	-10.75	-1.83***
29	25.00	-5.94	-2.37**	-8.01	-3.02**	-4.00	-0.95
30	25.00	-5.82	-1.67	-5.75	-1.84***	0.74	0.23
31	25.00	-1.02	-0.32	1.14	0.34	0.18	0.04
32	25.00	3.82	1.28	4.28	1.45	6.78	2.28**
33	25.00	0.55	0.20	0.75	0.28	1.59	0.45
34	25.00	-4.05	-1.16	-0.18	-0.05	-0.98	-0.18
35	25.00	-15.46	-2.04***	-11.80	-1.59	-9.57	-1.15
36	25.00	-15.23	-5.43*	-13.55	-5.25*	-19.03	-5.75*

*, **, *** Mengindikasikan signifikansi pada level 1%, 5%, dan 10%, berturut-turut, menggunakan uji *two-tailed*.

Panel A menunjukkan nilai rata-rata CAR dengan *benchmark* IHSG, dengan menggunakan metode *equally-weighted*, untuk 1 hingga 36 bulan periode perdagangan. Hasil *equally-weighted mean* CAR dengan *benchmark* IHSG dan indeks sektoral menunjukkan kinerja *outperformance* dengan *mean* CAR positif hanya terjadi dalam jangka pendek yaitu 1 bulan pertama walaupun secara statistik tidak signifikan untuk *benchmark* IHSG dan indeks

sektoral, sedangkan dengan *benchmark matching firm* terdapat *mean* CAR positif dari bulan pertama sampai bulan ketiga dan secara statistik signifikan pada bulan ketiga dengan *mean* CAR 7.47% dan signifikan secara statistik pada level 5% ($t\text{-stat} = 2.38$). Kinerja SEO berfluktuasi dengan nilai negatif secara konstan di jangkauan 5%-18% terjadi sejak bulan kedua hingga bulan ke lima untuk *benchmark* IHSG dan *benchmark* indeks sektoral, sedangkan dengan *benchmark matching firm* kinerja negatif baru terlihat pada bulan ke empat sampai dengan bulan ke delapan. Jika dilihat secara kinerja jangka panjang SEO dengan *benchmark* IHSG maka terjadi kinerja *underperformance* pada satu tahun pertama sebesar -8.13% yang signifikan secara statistik pada level 5% ($t\text{-stat} = -3.26$). Untuk tahun ke dua kinerja SEO dengan *benchmark* IHSG juga terjadi *underperformance* dengan *mean* CAR sebesar -4.17% tetapi ternyata secara statistik tidak terbukti signifikan. Sedangkan untuk kinerja SEO dengan *benchmark* IHSG untuk tahun ke tiga juga terjadi *underperformance* dengan *mean* CAR sebesar -15.23% dan signifikan secara statistik pada level 1% ($t\text{-stat} = -5.43$). Tetapi kinerja saham setelah SEO tidak selalu menunjukkan trend negatif secara terus-menerus terbukti dengan terdapatnya *outperformance* kinerja SEO pada bulan ke 6 dengan *mean* CAR sebesar 6.25% dan signifikan pada level 10% ($t\text{-stat} = 1.75$), namun kembali menurun pada bulan berikutnya yaitu bulan

ke tujuh sebesar 1.67% dan terus menurun sampai bulan ke 21 dan kembali menunjukkan kinerja *outperformance* pada bulan ke 22 dengan *mean* CAR sebesar 5.13% dan signifikan secara statistik pada level 10% ($t\text{-stat} = 1.78$). Tetapi secara umum kinerja jangka panjang pasca SEO setelah 3 tahun menunjukkan trend negatif terhadap *return* saham (*underperformance*).

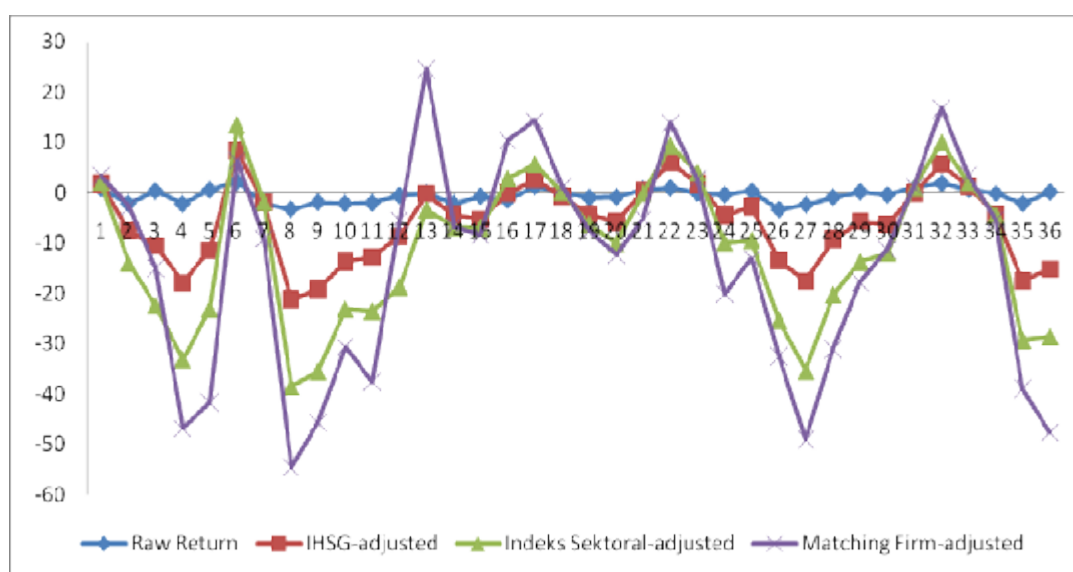
Seperti halnya dengan kinerja SEO dengan *benchmark* IHSG, kinerja jangka panjang SEO dengan *benchmark* indeks sektoral juga mengalami *underperformance* selama 3 tahun. Berdasarkan panel B pada tabel 4.2 dapat dilihat kinerja saham pada tahun pertama mengalami *underperformance* dengan *mean* CAR sebesar -10.01% dan signifikan pada level 1% ($t\text{-stat} = -4.36$), sedangkan untuk tahun kedua kembali terdapat *underperformance* dengan *mean* CAR sebesar -5.45 tetapi tidak terbukti signifikan secara statistik dan untuk tahun ketiga dengan *benchmark* indeks sektoral, seperti halnya dengan tahun pertama dan tahun kedua terdapat kinerja *underperformance* dengan *mean* CAR sebesar -13.55% dan signifikan pada level 1% ($t\text{-stat} -5.25$). Berbeda dengan *benchmark* IHSG pada indeks sektoral tidak terdapat kinerja saham *outperformance* dan terbukti secara statistik signifikan. Hasil penelitian dengan menggunakan *benchmark* *return* pasar ini sesuai dengan penelitian terdahulu dan menambahkan bukti bahwa kinerja saham pasca SEO dengan

metode perhitungan CAR dalam jangka panjang mengalami *underperformance* Yuan, Hongqi (2003)

Pada panel C menunjukkan nilai rata-rata CAR dengan *benchmark matching firm*. Dengan menggunakan metode *equally-weighted* seperti pada panel A dan B didapat hasil yang berbeda dengan *benchmark* berdasarkan IHSG dan Indeks sektoral. Dalam jangka pendek yaitu selama 3 bulan pasca *right offering* didapatkan perusahaan yang melakukan *right offering* mengalami *outperformance* selama 3 bulan. Pada bulan pertama pasca *right offering* didapat *mean* CAR sebesar 1.31% (tidak signifikan) dan pada bulan kedua didapat *mean* CAR sebesar 11.24% (tidak signifikan) serta bulan ketiga sebesar 7.47% yang terbukti signifikan pada level 5% (t-stat = 2.38). Tetapi pada bulan ke 5 terjadi penurunan sebesar 5.47% pada *mean* CAR dengan *benchmark matching firm* yang mengakibatkan terjadinya trend negatif terhadap *mean* CAR sampai dengan bulan ke 11. Pada bulan ke 12, 13 dan 14 *mean* CAR mulai menunjukkan trend positif dan terbukti pada bulan ke 13 *mean* CAR sebesar 28.04% dengan level signifikasi 1% (t-stat = 6.39), selain itu pada bulan ke 17 juga terjadi *outperformance* dengan *mean* CAR sebesar 8.77% dengan level 5% (t-stat = 2.48). Jika dilihat dengan kinerja jangka panjang SEO dengan *benchmark matching firm* maka terjadi kinerja *outperformance* pada satu tahun pertama sebesar 13.28%

tetapi tidak signifikansi secara statistik. Untuk tahun ke dua kinerja SEO dengan *benchmark matching firm* berbanding terbalik dengan tahun pertama dimana terjadi *underperformance* dengan *mean* CAR sebesar -10.11% signifikan secara statistik pada level 5% (t-stat = -2.58). Sedangkan untuk kinerja SEO dengan *benchmark* indeks sektoral untuk tahun ketiga juga terjadi *underperformance* dengan *mean* CAR sebesar -19.03% dan signifikan secara statistik pada level 1% (t-stat = -5.75). Hasil ini mendukung hasil beberapa penelitian sebelumnya, yaitu dalam jangka panjang kinerja saham pasca SEO mengalami *underperformance* terhadap *benchmark*-nya.

Gambar 4.1, menunjukkan *mean* CAR 25 saham SEO Indonesia dalam bentuk grafik. Pada gambar ini ditunjukkan *equally-weighted mean* CAR SEO, selama 36 bulan periode perdagangan, dengan ketiga *benchmark*-nya.



Gambar 4.1 *Mean* CAR 25 SEO Indonesia Untuk Periode 2006-2007

Dari gambar 4.1 bisa dilihat bahwa ketiga *benchmark* menghasilkan pola pergerakan nilai rata-rata CAR yang serupa, yang bisa juga diartikan bahwa ketiga *benchmark* menghasilkan kinerja jangka panjang yang hampir serupa. Selama 3 tahun, *benchmark matching firm* merupakan yang paling tinggi tingkat *underperformance*-nya, hal tersebut dapat dilihat dari grafiknya yang menurun tajam, sementara 2 *benchmark* lainnya mengalami tren grafik menurun tetapi tidak terlalu *volatility* seperti grafik dengan *benchmark matching firm*. Hasil ini bisa disimpulkan sebagai bukti bahwa saham SEO secara signifikan berkinerja lebih rendah dibandingkan dengan *benchmark* selama jangka panjang. Sehingga penelitian ini juga mendukung penelitian Barber dan Lyon (1996), Ritter (1997), Spiess dan Affleck-Graves (1995) dan Trail dan Vos (1997).

Berdasarkan teori, *underperformance* yang terjadi dalam jangka panjang disebabkan oleh terdapatnya asimetri informasi (Guo dan Mech, 2000). Asimetri informasi dapat dijelaskan bahwa jika manajemen tidak secara penuh menyampaikan semua informasi yang diperolehnya tentang semua hal yang dapat mempengaruhi nilai dan kinerja perusahaan ke pasar modal kepada investor (pihak luar). Kondisi inilah yang memotivasi manajemen untuk bersikap oportunistik untuk melakukan manipulasi terhadap

perusahaan, baik sebelum dan pada saat penawaran (Rangan dan Teoh et al, 1998). Manipulasi yang dikenal dengan *earnings management* ini mengakibatkan penurunan kinerja perusahaan (*Underperformance*) sesudah penawaran (McLaughlin, 1996; Loughran dan Ritter, 1997; Teoh et al, 1998; Rangan, 1999). Alderson dan Betker (2000) dan Trail dan Vos (2000) bahkan menjelaskan penurunan kinerja perusahaan yang melakukan SEO terjadi karena adanya upaya perusahaan untuk mengambil keuntungan jangka pendek pada saat pasar menilai perusahaan terlalu tinggi tersebut tidak dapat dipertahankan karena pasar melakukan koreksi terhadap kesalahannya dalam jangka panjang.

4. 2. 2. Kinerja Jangka Panjang SEO dengan Metode *Buy-and-Hold Abnormal Return* (BHAR)

Tabel 4.3 menunjukkan hasil penghitungan *mean return* jangka panjang perusahaan SEO, dengan menggunakan metode *buy-and-hold abnormal return* (BHAR). Sama seperti pada penghitungan dengan metode CAR, pada penghitungan metode BHAR digunakan *benchmarks* IHSG, indeks sektoral, dan *matching company*.

Selain menggunakan uji *t* konvensional, pada metode BHAR ini dilakukan juga uji *t* dengan menggunakan metode *bootstrapped skewness-adjusted*. Kedua *t-statistic* menunjukkan signifikansi dari

hasil penghitungan, yang akan diukur pada level signifikansi 1%, 5%, dan 10%, menggunakan uji *two-tailed*.

Tabel 4.3 *Mean BHAR SEO Indonesia Pada Periode 2006-2007*

<i>Benchmark</i>	<i>Mean BHARs (%)</i>		
	<i>1 year</i>	<i>2 years</i>	<i>3 years</i>
	EW	EW	EW
<i>IHSG</i>	-0.29	-0.38	-0.64
<i>t-statistic</i>	-1.66	-5.6*	-5.82*
<i>Bootstrapped skewness-adj</i>	-2.10**	-5.69*	-6.53*
N	25	25	25
<i>Indeks Sektoral</i>	-0.30	-0.40	-0.61
<i>t-statistic</i>	-2.2**	-4.06*	-4.84*
<i>Bootstrapped skewness-adj</i>	-2.62**	-3.34**	-4.52*
N	25	25	25
<i>Matching Firm</i>	0.84	0.57	-0.19
<i>t-statistic</i>	1.46	1.17	-0.58
<i>Bootstrapped skewness-adj</i>	1.07	0.85	-0.71
N	25	25	25

***** Mengindikasikan signifikansi pada level 1%, 5%, dan 10%, berturut-turut, menggunakan uji *two-tailed*.

Pada baris *benchmark* IHSG ditunjukkan nilai *equally-weighted mean BHAR* untuk 1, 2, dan 3 tahun secara berturut-turut adalah sebesar -0.29%, -0.38.%, dan -6.4%. Selama 1 sampai 3 tahun, saham yang melakukan SEO (*right offering*) mengalami *underperformance* jika dibandingkan dengan *benchmark* IHSG, meskipun secara statistik tidak signifikan pada tahun pertama (*t-stat* = -1.66). Untuk tahun kedua, saham yang melakukan *right offering underperformed* terhadap *benchmark*-nya, yang secara

statistik pun hasil ini signifikan pada level 1% ($t\text{-stat} = -5.6$). Pada tahun ketiga, nilai *underperformance* saham *right offering* kembali mengalami kenaikan yang cukup besar, dan secara statistik nilai *mean* BHAR tersebut signifikan pada level 1% ($t\text{-stat} = -5.82$).

Benchmark indeks sektoral menunjukkan nilai *equally-weighted mean* BHAR sebesar -0.30%, -0.40%, dan -0.61% untuk 1, 2, dan 3 tahun berturut-turut. Tren yang terjadi pada penggunaan *benchmark* indeks sektoral secara *equal-weighted* sedikit berbeda dengan *benchmark* sebelumnya yaitu IHSG. Karena dengan *benchmark* ini menunjukkan *underperformance* pada setiap tahunnya. Pada tahun pertama dengan *mean* CAR sebesar -0.30% secara statistik signifikan pada level 5% ($t\text{-stat} = -2.2$), untuk tahun kedua dengan *mean* CAR sebesar -0.40 secara statistik signifikan pada level 1% ($t\text{-stat} = -4.06$) dan untuk tahun ketiga dengan *mean* CAR sebesar -0.61 signifikan pada level 1% ($t\text{-stat} = -4.84$). dari ketiga nilai *equally-weighted mean* BHAR di atas dapat diketahui bahwa pada setiap tahunnya secara statistik terbukti signifikan bahwa *right offering* mengalami *underperformance* dengan *benchmark* IHSG.

Pada penggunaan *benchmark matching firm*, dihasilkan *equally-weighted mean* BHAR sebesar 0.84%, 0.57%, dan -0.19% berturut-turut untuk periode *holding* 1, 2, dan 3 tahun. Pada *benchmark* ini, hasil yang didapat sangat berbeda dengan

benchmark IHSG dan *Matching firm* karena periode *holding* tahun pertama dan kedua jelas terlihat bahwa kinerja saham pasca *right offering* menghasilkan *return* positif (*outperformance*), walaupun secara statistik untuk tahun pertama tidak signifikan ($t\text{-stat} = 1.46$) dan tahun kedua juga tidak signifikan ($t\text{-stat} = 1.17$) . Berbeda dengan tahun pertama dan kedua, pada tahun ketiga atau pada 12 bulan ketiga kinerja saham pasca *right offering* mengalami penurunan *return* (*underperformance*) dan diperoleh nilai *mean* BHAR negatif sebesar -0.19 tetapi secara statistik nilai *mean* BHAR pada tahun ketiga ini tidak signifikan secara statistik. Hasil *underperformance* pada *benchmark* IHSG dan indeks sektoral serta *matching firm* walaupun tidak secara statistik signifikan pada *benchmark matching firm* tetapi secara umum menunjukkan trend negatif atau *underperformance* dalam jangka panjang. Hal ini konsisten terhadap hasil beberapa penelitian sebelumnya, seperti Barber dan Lyon (1997), Ritter (1997), Spiess dan Affleck-Graves (1995) dimana BHAR memiliki tingkat *underperformance* tetapi lebih *smoothing* jika dibandingkan dengan metode CAR.

Karena terdapatnya kemungkinan *skewness* pada distribusi BHAR yang cukup tinggi, maka tes statistik dengan metode *bootstrapped*, seperti yang diajukan oleh Lyon *et al.* (1999) dalam penelitian mengenai IPO, digunakan untuk mengoreksi kemungkinan bias yang ada. Nilai *bootstrapped skewness-adjusted*

t-statistics dilampirkan pada Tabel 4.3 dan menunjukkan hasil analisa yang berbeda.

Hasil *bootstrapping* untuk *benchmark* IHSG menunjukkan hasil yang berbeda berbeda dari *t-statistics* konvensional, di mana nilai *mean* BHAR pada tahun pertama sampai tahun ketiga menunjukka *underperformanced* berada pada level signifikan, berbeda dengan *t-statistics* konvensional dimana pada tahun pertama dengan *benchmark* IHSG berada pada level tidak signifikan. Untuk *mean* BHAR dengan *benchmark* indeks sektoral, hasil uji *skewness* dengan *equally-weighted* tidak berbeda dengan uji statistik konvensional dimana untuk setiap tahunnya terjadi *underperformance* dan terbukti secara statistik signifikan.

Benchmark matching company memberikan hasil statistik yang menunjukkan nilai *equally-weighted mean* BHAR 3 tahun tidak jauh berbeda dengan uji konvensional dimana tidak terdapatnya signifikan pada setiap tahunnya.

Perbedaan hasil yang bervariasi pada penelitian ini menunjukkan bahwa kinerja jangka panjang SEO Indonesia sensitif terhadap metode yang digunakan dalam penghitungan serta analisisnya. Hal tersebut juga menjadi bukti pendukung bagi pernyataan beberapa peneliti lain, seperti Brav dan Gompers (1997), Gompers dan Lerner (2003) serta Loughran dan Ritter

(2007) dimana pemilihan *benchmarking* dan metodologi penelitian sangat sensitif terhadap pengukuran kinerja saham jangka panjang.

4. 2. 3. Kinerja Jangka Panjang SEO dengan Metode pengkategorian perusahaan yang Melakukan SEO

Berdasarkan hasil yang telah didapat dari penelitian sebelumnya, maka peneliti ingin mencoba untuk lebih dapat menjelaskan fenomena *underperformance* yang terjadi pasca *right offering* dalam jangka panjang. Oleh karena itu peneliti akan meneliti lebih dalam dengan mengkategorikan perusahaan yang melakukan *right offering* dalam sampel dengan membagi perusahaan berdasarkan sektor keuangan/non keuangan dan ukuran perusahaan yang melakukan *right offering*, dengan cara ini diharapkan bisa ditemukan sumber variasi *underperformace* dari suatu *corporate action* (IPO) berdasarkan pada karakteristik spesifik perusahaan (Page dan Reyneke, dalam Ahmad-Zaluki *et al.*, 2007).

Pada lampiran 17 menunjukkan hasil ringkasan hasil penelitian *mean* CAR dan BHAR untuk 3 tahun periode perdagangan, dengan membagi emiten yang melakukan *right offering* kedalam kategori perusahaan financial/non financial dan ukuran perusahaan (*firm size*). Kategori ini akan dievaluasi dengan *benchmark* yang sama yang digunakan dengan metode sebelumnya yaitu IHSG, indeks sektoral dan *matching firm*.

Paired t-test digunakan untuk menguji tingkat signifikansi perbedaan antara *mean return* perusahaan yang melakukan *right offering* dengan *benchmark*-nya, dalam masing-masing kategori. *Raw return* menunjukkan nilai *mean raw return* untuk perusahaan yang melakukan *right offering* dan *benchmark*-nya, sementara CAR menunjukkan *mean cumulative abnormal return* perusahaan yang dikoreksi dengan *benchmark* untuk 3 tahun periode perdagangan. *Raw BHAR* menunjukkan nilai *mean raw buy-and-hold return* untuk perusahaan yang melakukan *right offering* dan *benchmark*-nya untuk 3 tahun periode perdagangan.

Kategori sektor keuangan/Non-keuangan menunjukkan secara umum hasil penghitungan yang diperoleh memperlihatkan bahwa SEO pada sektor keuangan berkinerja lebih baik dibandingkan dengan sektor Non-keuangan, meskipun keduanya menunjukkan hasil yang negatif dan tidak berada pada level yang signifikan. Hal ini juga didapat dalam penelitian Dubois & Jeanneret (2000) dimana perusahaan dengan sektor financial kinerjanya lebih baik jika dibandingkan dengan Non-financial. Hasil yang berbeda didapat dengan pengkategorian berdasarkan ukuran perusahaan, dimana dengan metode perhitungan CAR perusahaan dengan ukuran besar lebih *underperformance* dibandingkan dengan perusahaan dengan ukuran medium dan *small* walaupun secara statistik tidak signifikan. Sedangkan dengan metode perhitungan

BHAR, perusahaan dengan ukuran medium lebih *underperformance* jika dibandingkan dengan ukuran perusahaan besar dan yang kecil, walaupun dalam jangka panjang secara umum ukuran perusahaan besar, medium dan kecil sama-sama menunjukkan hasil yang negatif dan tidak satu pun berada pada level yang signifikan..

Berdasarkan perhitungan dari pengkategorian ini didapatkan kesimpulan bahwa perusahaan yang bergerak di sektor financial berkinerja lebih baik jika dibandingkan dengan perusahaan Non-financial walaupun secara statistic tidak signifikan.

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

5. 1. Kesimpulan

Penelitian ini telah menguji bagaimana kinerja saham pasca *seasoned equity offering* selama periode 2006 hingga 2007, berkinerja dalam jangka panjang. Penelitian ini menggunakan metode perhitungan *cumulative abnormal return* (CAR) dan *buy-and-hold abnormal return* (BHAR) secara *equal-weighted*, serta digunakannya 3 (tiga) *benchmark* sebagai penyesuaian atau pengkoreksi nilai saham. Ketiga *benchmark* tersebut adalah: Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), indeks sektoral dan *matching firm*.

Secara umum dari hasil penelitian ini dapat disimpulkan bahwa kinerja saham jangka panjang pasca SEO *underperformance* selama jangka panjang. Sehingga penelitian ini kembali memberikan bukti terhadap penelitian terdahulu mengenai kinerja jangka panjang pasca SEO seperti: Barber dan Lyon (1997), Ritter (1997) dan Spiess dan Affleck-Graves (1995). Dan menolak atau berbeda dengan hasil yang didapatkan oleh hasil Kang, Kim dan Stultz (1999), dimana tidak terdapatnya *abnormal* negatif dalam jangka panjang pasca *seasoned equity offering*.

Pada metode perhitungan dengan CAR secara *equally weighted* dengan sampel yang digunakan sebanyak 25 emiten yang melakukan SEO didapatkan secara umum secara jangka panjang perusahaan yang melakukan SEO mengalami *underperformace* dalam jangka panjang. Dengan *benchmark* IHSG didapatkan hasil selama 3 tahun pasca SEO didapatkan

mean CAR sebesar -15.23% dan signifikan pada level 1% (t-stat = -5.43). Sedangkan dengan *benchmark* indeks sektoral selama 3 tahun didapatkan *mean* CAR sebesar -13.55% dan signifikan pada level 1% (t-stat = -5.25), dan terakhir dengan *benchmark matching firm* selama jangka panjang dalam kurun waktu 3 tahun perusahaan yang melakukan SEO tetap mengalami *underperformance* terhadap *benchmark*-nya dengan *mean* CAR sebesar -19.03% dan signifikan pada level 1% (t-stat = -5.75). Hal ini sesuai dengan penelitian sebelumnya Barber & Lyon (1996) dan Ritter (1997).

Tidak berbeda jauh dengan metode BHAR, dengan *benchmark* IHSG didapatkan selama 3 tahun pasca SEO didapatkan *mean* BHAR sebesar -0.64% dan signifikan pada level pada level 1%, bahkan setelah dihitung dengan menggunakan metode *bootstrapped skewness-adjusted* didapatkan hasil yang signifikan pada level 1%. Dengan *benchmark* indeks sektoral selama jangka pajang (3 tahun pasca SEO) didapatkan *mean* BHAR sebesar -0.61 dimana dengau uji t konvensional didapatkan hasil signifikan pada level 1% dan dengan *bootstrapped skewness-adjusted* didapatkan hasil yang signifikan pada level 1%, berbeda dengan perhitungan dengan menggunakan *bechmark matching firm* dimana tidak didapatkan hasil yang signifikan baik dengan uji t konvensional dan *bootstrapped skewness-adjusted*.

Berdasarkan teori, *underperformance* yang terjadi dalam jangka panjang disebabkan oleh terdapatnya asimetri informasi (Guo dan Mech, 2000). Asimetri informasi dapat dijelaskan bahwa jika manajemen tidak secara penuh menyampaikan semua informasi yang diperolehnya tentang

semua hal yang dapat mempengaruhi nilai dan kinerja perusahaan ke pasar modal kepada investor (pihak luar). Kondisi inilah yang memotivasi manajemen untuk bersikap oportunistik untuk melakukan manipulasi terhadap perusahaan, baik sebelum dan pada saat penawaran (Rangan dan Teoh et al, 1998). Manipulasi yang dikenal dengan *earnings management* ini mengakibatkan penurunan kinerja perusahaan (*Underperformance*) sesudah penawaran (McLaughlin, 1996; Loughran dan Ritter, 1997; Teoh et al, 1998; Rangan, 1999). Alderson dan Betker (2000) dan Trail dan Vos (2000) bahkan menjelaskan penurunan kinerja perusahaan yang melakukan SEO terjadi karena adanya upaya perusahaan untuk mengambil keuntungan jangka pendek pada saat pasar menilai perusahaan terlalu tinggi tersebut tidak dapat dipertahankan karena pasar melakukan koreksi terhadap kesalahannya dalam jangka panjang.

Selain itu peneliti akan mengkategorikan sampel penelitian kedalam perusahaan kedalam sektor financial dan Non-financial, serta ukuran perusahaan (*small, medium & large*). Dengan pengkategorian ini diharapkan peneliti dapat menjelaskan secara lebih dalam mengenai kinerja saham jangka panjang dan informasi apa saja yang didapat dari hasil perhitungan. Dengan menggunakan metode perhitungan dan *benchmark* yang sama dengan penelitian sebelumnya peneliti mendapatkan hasil (lihat lampiran 14) bahwa untuk keseluruhan *benchmark* tidak terdapat hasil yang signifikan untuk setiap pengkategorian. Walaupun secara umum dengan *benchmark* IHSG, indeks sektoral dan *matching firm* terjadi trend negatif. Untuk perusahaan

dengan kategori financial secara umum kinerjanya lebih baik dari perusahaan Non-financial hal ini dapat dilihat dari rata-rata *mean* CAR dan BHAR dimana perusahaan dengan sektor financial *mean* CAR dan BHAR yang lebih kecil dari perusahaan non-financial walaupun secara statistik tidak signifikan. Hal ini sesuai dengan hasil penelitian Yuan, Hongqi (2003) dan Dubois & Jeanneret (2000)) dimana perusahaan financial cenderung kinerjanya lebih baik jika dibandingkan dengan Non-financial. Dan dengan pengkategorian ukuran perusahaan (*firm size*) dimana pada penelitian ini menggunakan market capitalization sebagai acuan ukuran perusahaan didapatkan hasil bahwa dengan menggunakan metode perhitungan CAR didapatkan hasil bahwa perusahaan dengan *size* besar lebih buruk kinerjanya jika dibandingkan dengan perusahaan medium dan kecil. Tetapi dengan metode BHAR perusahaan dengan *size* medium berkinerja lebih buruk jika dibandingkan dengan perusahaan dengan *size* besar dan kecil. Walaupun untuk keseluruhan uji berdasarkan ukuran perusahaan (*firm size*) tidak terdapat hasil statistik yang signifikan.

Kinerja saham jangka panjang pasca SEO ini dapat dijelaskan sesuai dengan yang dikemukakan McLaughlin (1996), Loughran dan Ritter (1997); Teoh et al, (1998) dan Rangan, (1999). Dimana *earning management* yang menyebabkan terjadinya *underperformance* perusahaan setelah SEO dalam jangka panjang dimana perusahaan terlalu menilai tinggi perusahaannya sehingga dengan dalam jangka panjang investor akan menyesuaikan nilai perusahaannya sesuai dengan keadaan sebenarnya. Hal ini juga

membuktikan hasil dari penelitian Ritter (1997) dimana pemilihan metode perhitungan dan benchmark sangat penting dalam menghitung kinerja saham dalam jangka panjang.

5.2. Saran

a. Untuk penelitian selanjutnya

1. Penelitian berikutnya diharapkan dapat menggunakan metode perhitungan lainnya dalam mengestimasi nilai *return* saham, seperti penggunaan metode Fama-French.
2. Penelitian berikutnya dapat memperpanjang periode penelitian.
3. Penelitian berikutnya dapat memperbanyak jumlah sampel yang dijadikan penelitian.
4. Penelitian berikutnya diharapkan dapat lebih memperluas perhitungan tidak hanya dengan *equally-weighted* tetapi juga dengan *value-weighted*

b. Untuk Investor

1. Investor diharapkan memperhatikan karakteristik perusahaan (seperti ukuran dan industrinya) sebelum memutuskan untuk berinvestasi.
2. Investor sebaiknya lebih memperbanyak sumber pengetahuan mengenai kinerja saham pada perusahaan yang melakukan SEO karena hasil penelitian dari negara belum tentu sesuai dengan kondisi dalam negeri.

c. Untuk Emiten

1. Diharapkan emiten dapat menerima hasil penelitian ini sebagai salah satu alat untuk mengevaluasi jika perusahaan ingin melakukan SEO.

d. Untuk Pemerintahan

1. Diharapkan pemerintah akan mengoptimalkan kebijakan-kebijakan yang ada agar dapat terus mengoptimalkan kinerja pasar modal di Indonesia.

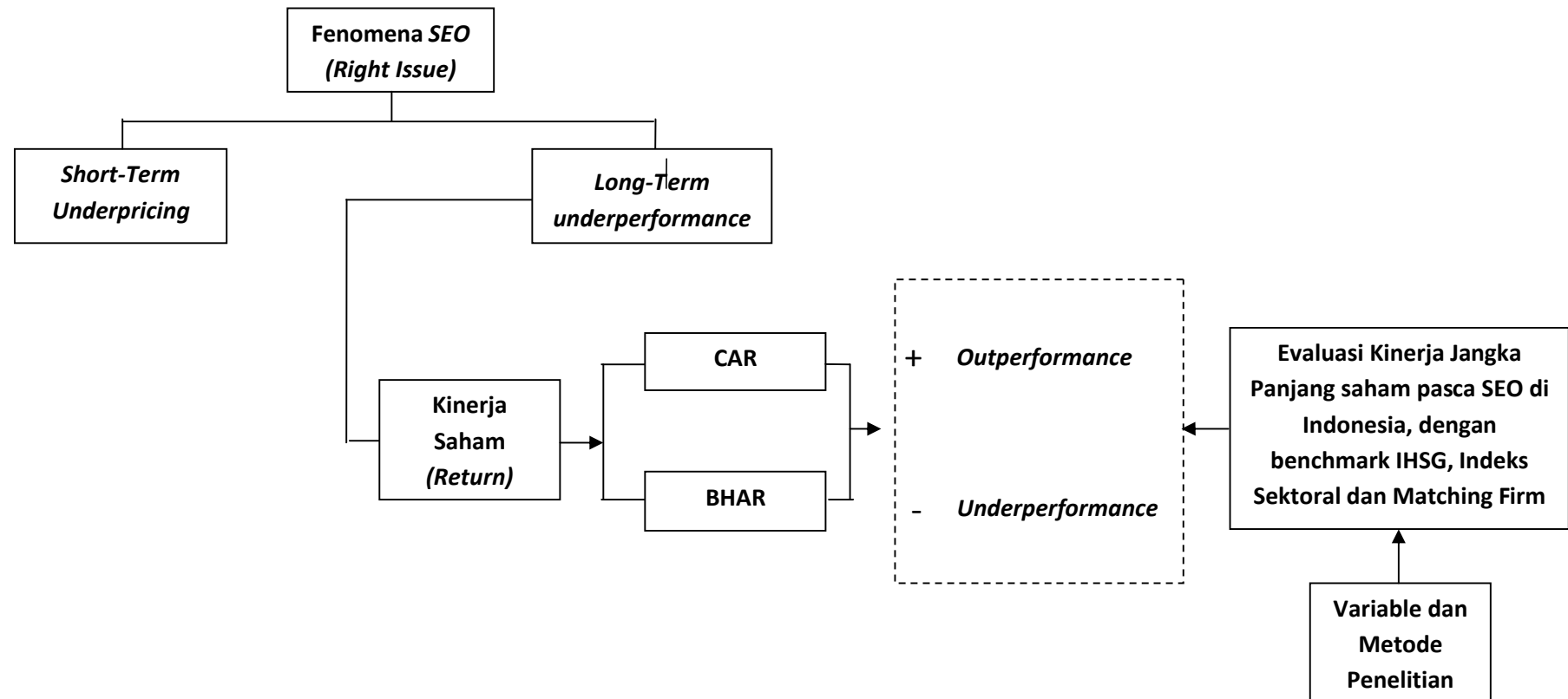
Lampiran 1

Review Penelitian terdahulu

Penulis dan Tahun	Pasar	Periode Penelitian	Rata-rata abnormal return (%)			Metode Perhitungan	Pembanding
			6	12	36		
<u>USA market</u>							
Loughran and Ritter (1995)	USA	1970-1990	-	-	-33,0	Buy and Hold AR	Ukuran perusahaan sejenis yang tidak melakukan SEO
Spiess and Affleck-Graves (1995)	USA	1975-1989	-	-	-22,8	Buy and Hold AR	Ukuran perusahaan sejenis yang tidak melakukan SEO dan Indeks pasar
						CAR	
Lee (1997)	USA	1976-1990	-	-	-20,7	Buy and Hold AR	Ukuran perusahaan sejenis yang tidak melakukan SEO dan Indeks pasar
Jegadeesh (2000)	USA	1975-1995	-	-	-34,3 (60 bulan)	Buy and Hold AR	Book to market
					-45,0 (60 bulan)	Fama & French Model	
<u>EU dan Japanese Market</u>							
Cai (1998)	Japan	1971-1992	-	-	-18,00	Buy and Hold AR	Ukuran perusahaan sejenis yang tidak melakukan SEO
Kang Et Al (1999)	Japan	1980-1988	-	-	-16,50	Buy and Hold AR	Ukuran perusahaan sejenis yang tidak melakukan SEO
Pierre Jeanneret (2005)	France	1984-1998	-18,05	-9,27	-12,90	CAR	Ukuran perusahaan sejenis yang tidak melakukan SEO dan Indeks pasar
			-8,01	-7,75	-18,22	Buy and Hold AR	
Michel & Pierre (2000)	Switzerland	1982-1997	-	+5,3*	+15,3*	Buy and Hold AR	Book to market
Stehle, Ehrhardt & Przyborowsky (2000)	German	1960-1992	-	-1,85	-9,01	Buy and Hold AR	Ukuran perusahaan sejenis yang tidak melakukan SEO
Nhu Do (2000)	Finland	1996-2003	-6,44	-11,7	-33,60	CAR	Ukuran perusahaan sejenis yang tidak melakukan SEO
			-6,48	-7,82	-33,26	Buy and Hold AR	
			-16,75	-20,1	-33,7	Fama & French Model	Book to market

Lampiran 2

Bagan Kerangka Pemikiran



Lampiran 3

Daftar Perusahaan yang Dijadikan Sampel Penelitian

No	Nama Emiten	Kode Saham	Sektor
1	Energi Mega Persada Tbk	ENRG	Pertambangan
2	Bank Mega Tbk	MEGA	Keuangan
3	Bank Nusantara Parahyangan Tbk	BBNP	Keuangan
4	Sumalindo Lestari Jaya Tbk	SULI	Industri Dasar dan Kimia
5	Panin Life Tbk	PNLF	Keuangan
6	Panin Insurance Tbk	PNIN	Keuangan
7	Bank Pan Indonesia	PNBN	Keuangan
8	Sentul City Tbk	BKSL	Property
9	Ciputra Development Tbk	CTRA	Property
10	Multipolar Tbk	MLPL	Perdagangan, Jasa dan Investasi
11	Asuransi Bintang Tbk	ASBI	Keuangan
12	Matahari Putra Prima Tbk	MPPA	Perdagangan, Jasa dan Investasi
13	Bank NISP Tbk	NISP	Keuangan
14	Bank Century Tbk	BVIC	Keuangan
15	Summarecon Agung Tbk	SMRA	Property
16	Dharma Samudera Fishing Industries Tbk	DSFI	Pertanian
17	Budi Acid Jaya Tbk	BUDI	Industri Dasar dan Kimia
18	Charoen Pokphand Indonesia Tbk	CPIN	Industri Dasar dan Kimia
19	Bhakti Investama Tbk	BHIT	Keuangan
20	Clipan Finance Indonesia Tbk	CFIN	Keuangan
21	Barito Pacific Tbk	BRPT	Industri Dasar dan Kimia
22	Gajah Tunggal Tbk	GJTL	Aneka Industri
23	Ades Waters Indonesia Tbk	ADES	Industri Barang Konsumsi
24	Kridaperdana Indahgraha Tbk	KPIG	Property
25	Fatrapolindo Nusa Industri Tbk	FPNI	Industri Dasar dan Kimia

Lampiran 4

Daftar Perusahaan yang Masuk Sebagai *Benchmark Matching Company*

No	Kode Saham SEO	Matching Company	KODE
1	ENRG	Tambang Batubara Bukit Asam (Persero) Tbk	PTBA
2	MEGA	Adira Dinamika Multi Finance Tbk	ADMF
3	BBNP	Reliance Securities Tbk	RELI
4	SULI	Fajar Surya Wisesa Tbk	FASW
5	PNLF	Adira Dinamika Multi Finance Tbk	ADMF
6	PNIN	Wahana Ottomitra Multiartha Tbk	WOMF
7	PNBN	Bank International Indonesia Tbk	BNII
8	BKSL	Pakuwon Jati Tbk	PWON
9	CTRA	Lippo Karawaci Tbk	LPKR
10	MLPL	Astra Graphia Tbk	ASGR
11	ASBI	Panca Global Securities Tbk	PEGE
12	MPPA	Plaza Indonesia Realty Tbk	PLIN
13	NISP	Sinarmas Multiartha Tbk	SMMA
14	BVIC	Trimegah Securities Tbk	TRIM
15	SMRA	Jaya Real Property Tbk	JRPT
16	DSFI	Bumi Teknokultura Unggul Tbk	BTEK
17	BUDI	Sorini Agro Asia Corporindo Tbk	SOBI
18	CPIN	Japfa Comfeed Indonesia Tbk	JPFA
19	BHIT	Bank Permata Tbk	BNLI
20	CFIN	Mandala Mutifinance Tbk	MFIN
21	BRPT	Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk	TKIM
22	GJTL	Astra Otoparts Tbk	AUTO
23	ADES	Mustika Ratu Tbk	MRAT
24	KPIG	Bintang Mitra Semestaraya Tbk	BMSR
25	FPNI	Ekadharm International Tbk	EKAD

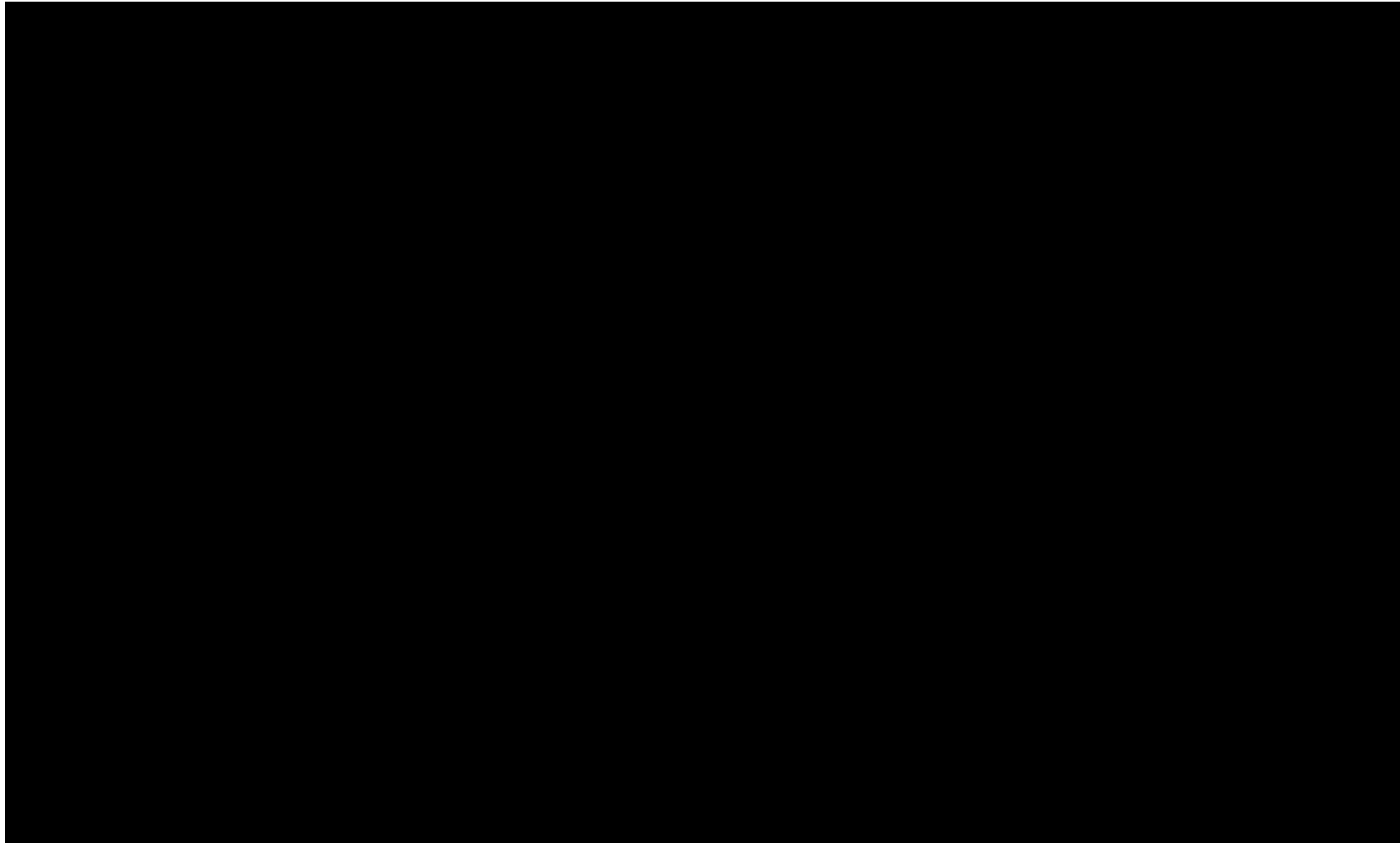
Lampiran 5

Raw Return Bulanan Perusahaan SEO untuk Tahun Pertama

Kode Saham	Return Tahun 1 (Per Bulan)											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
ENRG	0.060411	0.022613	0.023313	0.022782	-0.27134	0.013534	-0.10833	-0.16505	-0.03622	-0.03975	0	0
MEGA	0.094429	-0.05583	0.081502	-0.03116	-0.17276	0.119024	-0.02193	0	-0.07158	0	0.011616	0
BBNP	0.028744	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
SULI	0.217799	0.270709	0.19018	-0.05011	0.148949	0.096594	-0.04007	-0.06428	0.087422	0.0889	0.095725	0.198809
PNLF	0	0.035461	0	0.066225	0.032051	0.087719	0	-0.16327	0.196721	-0.07018	0.028409	0.145631
PNIN	-0.02128	0.06	-0.08696	0.041667	0.142857	-0.07692	0.054545	-0.05769	0.118644	0.032787	0.115942	0
PNBN	0.081395	0.075269	0.05102	0.057692	0.071429	0.034483	0.04918	-0.12963	0.142857	-0.01613	0.03125	0.123288
BKSL	-0.04808	0	0	0	0.564854	0.040161	0.226708	0.269841	0.198182	0.070946	-0.05526	0.052365
CTRA	0.05	0.069767	0.104167	-0.02128	0.040816	-0.04255	-0.08046	-0.16	0.147727	-0.03529	-0.04938	0.068966
MLPL	0.050167	0.047771	-0.15441	-0.01115	0.143312	0	0.006329	-0.04983	0.009868	-0.00997	-0.19444	0.011765
ASBI	0	0	-0.36	0.0625	-0.01471	0.298507	-0.26437	-0.01563	0	0	0	0
MPPA	0.064103	-0.09859	-0.04412	0.068493	0.039474	0.084337	-0.13699	0.0875	-0.01266	-0.14493	0	-0.09524
NISP	-0.04706	0.055556	0.1	-0.05263	-0.05556	-0.01124	0.021978	0.042105	-0.05556	0	-0.01124	-0.18667
BCIC	-0.03846	-0.39286	0.211268	0.040541	-0.07246	-0.06154	0.015152	0.057143	-0.16667	0.2	0.050633	0
SMRA	0.11465	-0.23622	0.111888	0	-0.25439	0.008696	-0.12745	-0.12088	-0.3	-0.34615	0.235294	-0.25926
DSFI	0.095652	-0.41975	0.19	-0.1236	-0.1125	0.036145	-0.33871	0.126761	-0.24561	0.080645	-0.06897	-0.07407
BUDI	0.365854	-0.10811	-0.02778	-0.16129	0	0.015873	-0.16667	0.018182	0	0.112903	0.03125	-0.03226
CPIN	0.057692	0.063063	0.159091	-0.78378	0.281553	0.112069	-0.11538	-0.07216	0.03	0.038462	0	-0.16854
BHIT	-0.23529	-0.13333	0.150943	0.070175	-0.06343	-0.08065	-0.37778	-0.44	0	0.06015	-0.0813	-0.10811
CFIN	-0.13425	-0.10606	0.029412	-0.18881	0.017182	0.045902	-0.10507	-0.03759	-0.0813	0.154639	0.090625	-0.09966
BRPT	-0.01786	-0.31765	-0.04938	-0.31494	-0.15789	0.359036	-0.07513	-0.24516	-0.06164	-0.47475	-1.38554	-0.0375
GJTL	-0.04082	-0.12644	-0.06098	-0.22388	0.12987	0.197917	-0.14286	0	-0.09091	-0.97436	0.113636	-0.25714
ADES	0.090909	-0.32759	0	-0.30337	0.011111	0.735294	0	-1.78689	-0.4023	-0.45	-0.66667	0.1
KPIG	0.019608	-0.39726	-0.02817	-0.07576	0.083333	-0.05882	-0.30769	0.018868	-0.12766	0.20339	0	-0.18
FPNI	-0.05263	-0.08571	-0.22807	-0.26667	0.042553	0.216667	-0.01695	-0.25532	-1.09821	-0.55556	-0.26316	0.296296

Lampiran 6

Raw Return Bulanan Perusahaan SEO untuk Tahun Kedua



Lampiran 7

Raw Return Bulanan Perusahaan SEO untuk Tahun Ketiga

Kode Saham	Return Tahun 3 (Per Bulan)											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
ENRG	0.007276	-0.1781	-0.0574	0.07885	-0.13953	-0.34566	-0.01443	-0.29775	-0.62805	-0.49091	-1.71605	-0.30645
MEGA	0.066567	0	-0.24953	0.199701	-0.0083	0.173832	0	-0.02885	-0.0932	0	0	-0.03256
BBNP	0	0	0	0	0	0	0	0	-0.06339	0	0	0
SULI	-0.3646	-0.24176	-1.06818	-0.91304	0.38172	-0.35766	0.098684	0.037975	0.102273	0.645161	-0.26209	-0.05645
PNLF	0.041494	-0.46061	-1.11538	-0.01299	0.125	-0.12821	-0.34483	0.183099	0.053333	0.278846	0.063063	0
PNIN	0	-0.18182	-0.65663	-0.22963	0.15625	-0.06667	0.166667	-0.05882	0.105263	0.015544	0.080952	0.106383
PNBN	0	-0.20779	-0.48077	-0.0297	0.158333	-0.09091	-0.25	0.185185	0.114754	0	0.075758	0.083333
BKSL	-0.47115	-2.10448	0.069444	-0.38462	0	0.054545	0.388889	0.415584	0.055215	0.018072	-0.22059	-0.088
CTRA	0.065359	0.04375	0.327731	0.084615	0.246377	0.08	0.038462	-0.04	-0.1194	-0.19643	-0.09804	0.215385
MLPL	0	0	0	0.015873	0.118881	-0.01418	0.047297	0.092025	0.265766	-0.18085	-0.02732	-0.25342
ASBI	0	0	0	0	-0.18056	0	-0.01695	0	0	0	0	0
MPPA	-0.09615	0.118644	-0.03509	0.080645	0.126761	0.134146	0.057471	0.147059	-0.1087	-0.03371	0.063158	0.227642
NISP	-0.04167	-0.09091	0.043478	0.08	0.038462	0	0.025	0.238095	-0.25	-0.05	0	0.08046
BCIC	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
SMRA	0.259615	0.071429	0.081967	-0.0339	0.063492	-0.08621	0.216216	0	0.159091	-0.01149	-0.02353	0.055556
DSFI	-0.02	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
BUDI	0.113636	0.102041	-0.04255	-0.02174	-0.04545	-0.02326	0.044444	0.021739	0.021277	-0.11905	-0.02439	0.145833
CPIN	0.503546	-0.0292	0.347619	-0.05528	0.095455	0.022222	-0.11111	0.27027	0.017699	-0.06604	0.263889	0.300971
BHIT	0	0	-0.14286	-0.09804	-0.04082	0.289855	0.554839	0.261905	-0.03448	-0.34437	-0.17054	-0.16216
CFIN	-0.02073	0.020305	-0.02604	0.172414	-0.04505	0.043103	-0.04505	0.097561	0.243077	-0.17754	0.08	-0.03093
BRPT	0.058394	-0.16102	0.106061	-0.03125	-0.07563	-0.15534	-0.03	0.009901	0.114035	0.123077	-0.10169	0
GJTL	0.033333	0.134615	0.1875	0.353535	-0.26923	0.204082	0	0.436782	0.13	0.02439	0.18	-0.06383
ADES	-0.03279	-0.12963	0.114754	0.046875	-0.08475	-0.01724	0.016949	0.078125	0.471074	0.437209	-0.16848	-0.10843
KPIG	0.238095	0.030769	0.216867	0.023529	-0.1039	0.060976	0.012048	-0.0641	0.025	-0.09589	0.013514	0.063291
FPNI	-0.02564	0.025	0.090909	-0.20219	-0.27972	-0.17213	0.082707	-0.09016	0.102941	0.111111	-0.09286	0.007092

Lampiran 8

Raw Return Bulanan *Benchmark* IHSG untuk Tahun Pertama

Kode Saham SEO	Return IHSG Tahun 1 (Per Bulan)											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
ENRG	0.026066	0.001701	0.085858	0.095913	-0.21477	0.079071	0.046133	0.036466	0.056813	0.066024	0.053891	-0.03277
MEGA	0.095913	-0.21477	0.079071	0.046133	0.036466	0.056813	0.066024	0.053891	-0.03277	0.020962	0.012461	0.092146
BBNP	0.036729	0.053731	0.052522	0.055593	0.079271	0.027519	-0.03832	-0.00019	0.083559	0.047881	0.02962	0.08792
SULI	0.035506	0.056507	0.049734	0.063187	0.068237	0.02101	-0.03544	0.007515	0.086202	0.045127	0.040919	0.083863
PNLF	0.041542	0.031135	0.066013	0.069256	0.050724	-0.04515	0.032529	0.024428	0.094678	0.048426	0.026822	0.075809
PNIN	0.041542	0.031135	0.066013	0.069256	0.050724	-0.04515	0.032529	0.024428	0.094678	0.048426	0.026822	0.075809
PNBN	0.041542	0.031135	0.066013	0.069256	0.050724	-0.04515	0.032529	0.024428	0.094678	0.048426	0.026822	0.075809
BKSL	0.059472	0.064526	0.058474	0.017415	-0.00496	-0.00137	0.090961	0.035798	0.043236	0.089512	-0.0873	0.085538
CTRA	-0.02266	-0.00312	0.048319	0.087014	0.028153	0.050899	0.032466	-0.02468	0.114158	0.057267	0.051127	-0.01093
MLPL	0.026258	-0.04046	0.001864	0.077937	0.065119	0.003612	0.096317	-0.02991	0.001813	0.161776	0.012609	0.03042
ASBI	-0.04362	0.033623	0.024157	0.092768	0.063164	0.027561	0.08521	-0.17064	0.164819	0.177005	0.019857	-0.00402
MPPA	-0.02331	0.030203	0.07039	0.045443	0.031744	0.092544	-0.06131	0.025597	0.156394	0.024987	0.012496	-0.057
NISP	0.037116	0.04916	0.021526	-0.02491	0.114357	0.067609	0.034923	-0.00091	-0.05203	0.006539	-0.21851	0.082079
BCIC	0.072425	-0.19783	0.142419	0.157473	0.010159	-0.00849	-0.01344	0.027404	-0.15542	0.01094	0.058299	-0.05183
SMRA	0.086769	-0.18735	0.146642	0.047986	0.045262	0.033285	-0.07338	0.096637	-0.1329	-0.07991	0.074037	-0.02928
DSFI	0.095735	-0.12398	0.09327	0.085484	0.011821	0.027701	-0.01431	0.047739	-0.12259	-0.09407	0.079379	-0.04359
BUDI	-0.01336	-0.00067	0.135668	0.042911	0.036745	0.006819	-0.09303	-0.06096	-0.05932	0.059367	-0.02123	-0.08288
CPIN	-0.01336	-0.00067	0.135668	0.042911	0.036745	0.006819	-0.09303	-0.06096	-0.05932	0.059367	-0.02123	-0.08288
BHIT	-0.03397	0.001014	0.162447	0.025653	0.031536	0.012161	-0.09189	-0.08754	-0.04882	0.072385	-0.02143	-0.08129
CFIN	-0.02991	0.001813	0.161776	0.012609	0.03042	0.026333	-0.08407	-0.09539	-0.03886	0.070713	-0.02952	-0.10625
BRPT	0.026924	-0.05291	0.041919	-0.11222	-0.06196	0.057205	-0.0277	-0.05769	-0.04155	-0.1782	-0.35469	-0.12228
GJTL	0.00443	-0.02353	-0.017	-0.16661	0.044328	0.008134	-0.05409	-0.03782	-0.07749	-0.4039	-0.08466	-0.01707
ADES	-0.00104	-0.02253	-0.01799	-0.16165	0.037919	0.010536	-0.05083	-0.04103	-0.12109	-0.34931	-0.08278	-0.01822
KPIG	0.026333	-0.08407	-0.09539	-0.03886	0.070713	-0.02952	-0.10625	-0.03959	-0.17812	-0.26473	-0.17612	0.1175
FPNI	-0.06343	0.063222	-0.1125	-0.0751	0.057205	-0.02755	-0.05784	-0.03887	-0.18123	-0.45819	-0.05382	0.120172

Lampiran 9

Raw Return Bulanan *Benchmark* IHSG untuk Tahun Kedua

Kode Saham SEO	Return Tahun 2 (Per Bulan)											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
ENRG	0.020962	0.012461	0.092146	0.047419	0.039073	0.072425	-0.19783	0.142419	0.157473	0.010159	-0.00849	-0.01344
MEGA	0.047419	0.039073	0.072425	-0.19783	0.142419	0.157473	0.010159	-0.00849	-0.01344	0.027404	-0.15542	0.01094
BBNP	-0.03512	0.001145	0.162337	0.006028	0.031331	0.025018	-0.05035	-0.12261	-0.01946	0.053029	-0.03821	-0.11061
SULI	-0.04076	0.005079	0.157478	0.019934	0.017587	-0.00367	-0.01556	-0.16205	0.012153	0.051465	-0.04409	-0.10436
PNLF	-0.20221	0.147875	0.126334	0.031381	0.004202	-0.01794	0.029053	-0.15738	-0.01506	0.071721	-0.04369	-0.04683
PNIN	-0.20221	0.147875	0.126334	0.031381	0.004202	-0.01794	0.029053	-0.15738	-0.01506	0.071721	-0.04369	-0.04683
PNBN	-0.20221	0.147875	0.126334	0.031381	0.004202	-0.01794	0.029053	-0.15738	-0.01506	0.071721	-0.04369	-0.04683
BKSL	0.093582	0.017766	0.026924	-0.05291	0.041919	-0.11222	-0.06196	0.057205	-0.0277	-0.05769	-0.04155	-0.1782
CTRA	-0.04778	0.006539	-0.18077	0.05274	0.014543	-0.0588	-0.03657	-0.16492	-0.29854	-0.08613	-0.05827	0.102082
MLPL	0.026333	-0.08407	-0.09539	-0.03886	0.070713	-0.02952	-0.10625	-0.03959	-0.17812	-0.26473	-0.17612	0.1175
ASBI	-0.01763	0.038581	-0.14319	0.005302	0.071947	-0.05278	-0.06153	-0.04733	-0.11667	-0.3354	-0.08311	0.171029
MPPA	0.035667	-0.1489	0.004035	0.064394	-0.05811	-0.10832	-0.03452	-0.09408	-0.31357	-0.25637	0.147945	-0.01355
NISP	-0.00051	-0.04259	-0.06698	-0.14105	-0.28826	-0.09426	-0.0504	0.097708	-0.04556	-0.01049	0.184753	0.071864
BCIC	-0.07187	-0.04351	-0.11761	-0.41889	-0.16656	0.142403	-0.01598	-0.01521	0.114084	0.07191	0.171737	0.067306
SMRA	-0.04701	-0.04685	-0.16183	-0.66106	0.10483	0.074093	-0.01226	0.231091	-0.17857	0.154855	0.134622	0.036939
DSFI	-0.02345	-0.05205	-0.18196	-0.56109	0.054511	0.084009	-0.01706	-0.05365	0.156992	0.160941	0.120316	0.02052
BUDI	-0.0622	-0.21282	-0.17495	-0.15729	0.073026	-7.9E-05	-0.03478	0.031486	0.181098	0.118722	0.052626	0.063578
CPIN	-0.0622	-0.21282	-0.17495	-0.15729	0.073026	-7.9E-05	-0.03478	0.031486	0.181098	0.118722	0.052626	0.063578
BHIT	-0.06377	-0.20137	-0.24025	-0.13137	0.084949	0.00888	-0.025	0.022249	0.164509	0.134378	0.047249	0.085939
CFIN	-0.03959	-0.17812	-0.26473	-0.17612	0.1175	0.001779	-0.02039	0.02733	0.157465	0.141614	0.017069	0.124113
BRPT	0.11073	-0.02654	-0.02617	0.136944	0.199554	0.094384	0.013113	0.112875	0.014352	0.036802	-0.03881	0.054442
GJTL	0.071135	-0.06346	-0.00353	0.138253	0.137031	0.146317	0.015229	0.110432	0.013737	0.038038	-0.01909	0.016298
ADES	0.070572	-0.06933	0.001968	0.154639	0.103176	0.154097	0.022699	0.112665	0.021519	0.030387	-0.01698	0.01426
KPIG	0.001779	-0.02039	0.02733	0.157465	0.141614	0.017069	0.124113	0.080063	0.03768	-0.00039	-0.00261	0.005396
FPNI	-0.03916	-0.01371	0.151617	0.170714	0.120292	0.002072	0.113185	0.009349	0.041666	-0.02824	0.032176	0.048935

Lampiran 10

Raw Return Bulanan Benchmark IHSG untuk Tahun Ketiga

Kode Saham SEO	Return Tahun 3 (Per Bulan)											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
ENRG	0.027404	-0.15542	0.01094	0.058299	-0.05183	-0.07187	-0.04351	-0.11761	-0.41889	-0.16656	0.142403	-0.01598
MEGA	0.058299	-0.05183	-0.07187	-0.04351	-0.11761	-0.41889	-0.16656	0.142403	-0.01598	-0.01521	0.114084	0.07191
BBNP	-0.02685	-0.1664	-0.27744	-0.18559	0.12455	-0.00308	-0.0364	0.07799	0.116816	0.153589	0.057106	0.086921
SULI	-0.04829	-0.0797	-0.32573	-0.23548	0.143377	-0.0203	-0.0189	0.09691	0.097541	0.158456	0.074945	0.064733
PNLF	-0.0644	-0.12579	-0.51306	-0.07861	0.139274	-0.01924	-0.01958	0.117877	0.110353	0.142238	0.054248	0.127605
PNIN	-0.0644	-0.12579	-0.51306	-0.07861	0.139274	-0.01924	-0.01958	0.117877	0.110353	0.142238	0.054248	0.127605
PNBN	-0.0644	-0.12579	-0.51306	-0.07861	0.139274	-0.01924	-0.01958	0.117877	0.110353	0.142238	0.054248	0.127605
BKSL	-0.35469	-0.12228	0.11073	-0.02654	-0.02617	0.136944	0.199554	0.094384	0.013113	0.112875	0.014352	0.036802
CTRA	-0.06121	0.001519	0.167053	0.089811	0.137636	0.036075	0.117523	0.028539	0.02338	-0.01271	0.0101	0.058699
MLPL	0.001779	-0.02039	0.02733	0.157465	0.141614	0.017069	0.124113	0.080063	0.03768	-0.00039	-0.00261	0.005396
ASBI	-0.01573	-0.01176	0.125095	0.091041	0.201086	0.060978	0.130018	0.034424	0.038004	-0.04048	0.035815	0.009126
MPPA	-0.02342	0.086643	0.107685	0.143331	0.089505	0.07646	0.062376	0.036211	-0.0379	0.015962	0.049812	0.035162
NISP	0.135336	0.038639	0.098689	0.04884	0.025363	0.018633	-0.02359	0.05912	-0.04419	0.061189	0.069705	-0.12075
BCIC	0.083394	0.063702	0.027246	-0.03215	0.019925	0.046765	0.029278	-0.01703	0.0929	0.043602	-0.04809	0.018786
SMRA	0.112663	-0.00713	0.063553	-0.04553	0.055619	0.035978	-0.03426	0.04092	0.078708	-0.0407	0.016677	0.053705
DSFI	0.104339	0.002442	0.081249	-0.05555	0.035693	0.039869	-0.02696	0.056641	0.061438	-0.01142	-0.00392	0.053026
BUDI	0.089242	0.050098	0.004442	0.005428	-0.00264	0.051892	-0.01199	0.083064	0.042941	-0.08304	0.08181	0.045558
CPIN	0.089242	0.050098	0.004442	0.005428	-0.00264	0.051892	-0.01199	0.083064	0.042941	-0.08304	0.08181	0.045558
BHIT	0.074202	0.050098	0.004442	0.001592	0.001212	0.047338	-0.01916	0.093865	0.031081	-0.06979	0.06202	0.057313
CFIN	0.080063	0.03768	-0.00039	-0.00261	0.005396	0.040153	-0.01153	0.087928	0.04513	-0.07846	0.06856	0.050695
BRPT	0.04297	-0.04963	0.059538	0.075738	-0.00932	-0.00997	0.054229	0.019704	0.086495	0.071003	0.020957	-0.02582
GJTL	0.051949	-0.02547	0.058927	0.051291	-0.10218	0.108325	0.022599	0.034576	0.067484	0.070712	0.021872	-0.01846
ADES	0.05032	-0.03223	0.066694	0.058312	-0.1104	0.106103	0.035316	0.027715	0.062466	0.07242	0.016681	-0.01308
KPIG	0.040153	-0.01153	0.087928	0.04513	-0.07846	0.06856	0.050695	0.00409	0.131158	0.026894	0.01338	0.002412
FPNI	-0.05272	0.068656	0.075637	-0.00921	-0.01116	0.051587	0.023719	0.090563	0.066721	0.020957	-0.02582	-0.01296

Lampiran 11

Raw Return Bulanan Benchmark Indeks Sektoral untuk Tahun Pertama

Kode Saham SEO	Return Indeks Sektoral Tahun 1 (Per Bulan)											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
ENRG	0.096508	0.077279	0.124508	0.012703	-0.25534	0.116304	-0.00198	-0.00385	-0.00277	0.075949	0.074679	-0.05691
MEGA	0.059452	-0.22368	0.082149	0.04886	0.053311	0.108546	0.078281	0.011032	-0.04186	-0.00337	-0.00458	0.0905
BBNP	0.036172	0.07442	0.094976	0.078444	0.039134	0.027761	-0.05611	-0.04334	0.091215	0.040685	0.017953	0.069105
SULI	0.029955	0.027483	0.048478	0.038038	0.101343	0.043323	-0.05388	0.045335	-0.00778	0.090151	0.05086	0.166428
PNLF	0.040102	0.052706	0.129827	0.069165	0.0198	-0.0607	0.007296	-0.00426	0.098083	0.06331	-0.00852	0.073008
PNIN	0.040102	0.052706	0.129827	0.069165	0.0198	-0.0607	0.007296	-0.00426	0.098083	0.06331	-0.00852	0.073008
PNBN	0.040102	0.052706	0.129827	0.069165	0.0198	-0.0607	0.007296	-0.00426	0.098083	0.06331	-0.00852	0.073008
BKSL	0.114934	0.099956	0.171072	0.020284	0.097248	0.043426	0.127574	0.154591	0.087196	0.138828	-0.10679	0.082134
CTRA	0.002599	0.093785	0.062619	0.169483	0.131094	0.079496	0.078215	-0.046	0.080934	-0.04103	0.064628	0.0019
MLPL	0.062068	-0.00655	0.026925	0.054199	0.110795	0.030148	0.086588	-0.07188	-0.04845	0.116476	-0.04263	-0.00527
ASBI	-0.05734	0.00735	-0.00271	0.095632	0.078716	-0.00845	0.07407	-0.17239	0.158282	0.135626	-0.01206	-0.03277
MPPA	0.011137	0.037418	0.045378	0.116314	0.02727	0.087938	-0.13076	0.00465	0.111938	-0.02251	-0.02028	-0.0024
NISP	0.053562	0.018215	0.026148	-0.02738	0.109095	0.014439	0.001241	-0.03791	-0.04998	-0.00863	-0.18437	0.073131
BCIC	0.051832	-0.18647	0.139943	0.137156	-0.03696	-0.03819	-0.03334	0.007803	-0.13393	0.024883	0.017757	-0.12084
SMRA	0.115434	-0.16121	0.113838	0.016017	-0.0868	0.104333	-0.10286	0.014692	-0.1429	-0.14717	0.070524	-0.108
DSFI	0.093085	-0.16863	0.121704	0.066168	0.184049	0.049366	0.192803	0.060531	-0.13778	-0.13045	0.095713	0.018524
BUDI	0.010557	-0.00576	0.089593	0.066767	0.021529	-0.00247	-0.11296	-0.127	-0.04933	0.07587	0.022791	-0.01284
CPIN	0.010557	-0.00576	0.089593	0.066767	0.021529	-0.00247	-0.11296	-0.127	-0.04933	0.07587	0.022791	-0.01284
BHIT	-0.0559	-0.00541	0.160902	-0.06098	0.034802	-0.02563	-0.10693	-0.05751	-0.05636	0.080931	-0.08129	-0.02504
CFIN	-0.03962	-0.00674	0.162009	-0.08151	0.044065	-0.01591	-0.10377	-0.06054	-0.05194	0.072414	-0.08089	-0.0193
BRPT	0.011985	-0.08338	-0.01815	-0.09572	-0.11512	0.18685	-0.07785	0.031285	-0.08508	-0.67513	0.051809	-0.06271
GJTL	0.005983	-0.01212	-0.0485	-0.15556	0.034507	0.037998	-0.03795	0.020342	-0.04453	-0.33125	-0.07102	-0.02922
ADES	0.008764	0.006632	-0.03079	-0.10071	0.029121	0.037938	-0.0735	-0.01807	0.039429	-0.1714	0.010391	-0.08506
KPIG	0.020246	-0.15296	-0.09096	-0.17377	0.090189	-0.09055	-0.09099	0.023173	-0.16406	-0.22248	-0.17842	0.018406
FPNI	-0.09213	0.010242	-0.10406	-0.12931	0.18685	-0.08037	0.033546	-0.06001	-0.20453	-0.4524	0.017884	0.153806

Lampiran 12

Raw Return Bulanan Benchmark Indeks Sektoral untuk Tahun Kedua

Kode Saham SEO	Return Matching Firm Sektoral Tahun 2 (Per Bulan)											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
ENRG	-0.01667	0.069767	0.116438	0.16092	0.325581	0.022727	-0.40426	0.216667	0.347826	0.13615	0.081897	-0.04505
MEGA	0.096154	0.037037	-0.09091	-0.28571	0.172043	0.010638	-0.04444	-0.02273	0	0.043478	0.178571	-0.0566
BBNP	-0.01563	-0.04918	0	0.046875	0.098592	0.053333	0.013158	-0.02703	-0.02778	-0.05882	-0.0303	-0.01538
SULI	-0.02273	0.00565	0.115	-0.0989	-0.04	0.022346	0	0	-0.02874	0.033333	-0.00559	0.09596
PNLF	-0.27273	0.163043	0.021277	-0.04444	-0.02273	0	0.083333	0.142857	-0.04673	-0.32099	-0.0125	0.101124
PNIN	-0.44737	0.182796	-0.05682	-0.20548	0.013514	-0.12121	-0.15789	-0.29545	0.043478	0.148148	-0.28571	0
PNBN	-0.25694	0.323944	0.085837	0.170819	-0.01812	0.109677	-0.0299	0.173077	0.174603	0.043384	-0.20366	0.176344
BKSL	-0.07817	-0.03056	0.02965	-0.14861	0.163212	0.053922	-0.12397	0.246888	-0.16145	0.111349	0.03112	0
CTRA	-0.16129	0.138889	-0.01333	-0.01504	0.027778	0	0.028409	-0.01441	-0.12298	-0.06552	0.237845	0.035488
MLPL	-0.0339	-0.22917	-0.12941	-0.0241	0.186275	0.055556	-0.25581	-0.01176	-0.46552	-0.38095	-0.09375	0.067961
ASBI	-0.06154	-0.06557	-0.02339	-0.11377	-0.02027	-0.01379	0	0	0	0.006993	0	0
MPPA	0	0	-0.09756	-0.26154	-0.18182	0.241379	0	0	0	0	0.236842	0.208333
NISP	-0.08818	0.092727	-0.22222	-0.32353	-0.13333	-0.17647	0.055556	0.068966	0.033333	0.333333	0.25	0.076923
BVIC	-0.06122	-0.06522	-0.15	-0.33333	-0.16279	-0.10256	0	-0.17	0	0.285714	0.3	0.166667
SMRA	-0.22222	-0.0678	-0.02609	-0.16162	-0.08791	-0.05814	0.054945	-0.01111	-0.16883	-0.28333	-0.22449	0.02
DSFI	0.027778	-0.38462	-0.32653	-0.03158	-0.05556	0.090909	-0.98	0	0	0.333333	0.050633	-0.12857
BUDI	-0.10169	-0.13462	0.087719	-0.48052	-0.13235	0.364486	0	-0.02885	0.071429	-0.0566	-0.01923	0.063063
CPIN	0	-0.28302	-0.08163	-0.11364	-0.11392	0.059524	-0.02439	0.163265	0	0.075472	0.19697	0.057143
BHIT	0	-0.0472	-0.4557	-0.09722	-0.08387	0.021053	-0.15291	-0.02488	0.259669	0	0.06701	0.015228
CFIN	0	-0.09756	-0.28125	-0.03896	-0.375	-0.01818	0.133858	-0.14414	0.415789	0	0.073171	0.145833
BRPT	-0.01429	0.135802	-0.08	0.157303	0.436709	0	0.091954	0.038674	-0.00556	0.005525	-0.01685	0.011111
GJTL	0.022556	-0.14655	0	0.016949	0.092308	0	0.022556	0.310881	0.025253	0	0.029412	0.089286
ADES	0.054795	0.058065	-0.03333	0.318182	0.12	0.305556	0.04	0.096386	0.067416	0.011111	-0.03448	-0.04819
KPIG	0	-0.11864	0	0	-0.475	0.333333	-0.22449	-0.08889	0.021739	-0.24324	0.195652	0
FPNI	0	0	-0.28889	-0.15385	-0.04	0.184783	-0.01099	0.09	-0.03093	-0.06593	0.09901	0.009804

Lampiran 13

Raw Return Bulanan Benchmark Indeks Sektoral untuk Tahun Ketiga

Kode Saham SEO	Return Matching Firm Sektoral Tahun 3 (Per Bulan)											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
ENRG	0	-0.19355	0.055838	0.147186	0.3	-0.22677	0.011029	-0.34653	-0.98039	0.055556	0.217391	0.014286
MEGA	-0.2619	0	-0.03704	0.1	-0.125	-0.17647	-0.16438	-0.05797	0.073826	0.379167	0.076923	0.1875
BBNP	0.044118	-0.04615	-0.08333	0.016393	0.016129	-0.03333	0	-0.01695	0.078125	0	0.015385	-0.01563
SULI	-0.05882	-0.16149	-0.08054	0.006667	0	0.019608	0	-0.00658	0	-0.01333	-0.03448	0
PNLF	0.011111	-0.09756	-0.30573	-0.18939	0.043478	0.073826	0.372632	0.086538	0.422222	-0.19205	-0.06338	0.040541
PNIN	-0.13514	-0.15625	-1.42424	0.185185	0.1	0.052632	0.05	-0.11111	0.142857	0.009434	0.094017	0.040984
PNBN	-0.0426	-0.02294	0	0.04386	-0.28814	-0.04425	-0.18531	0.12	0.191542	-0.03608	-0.05435	0.117506
BKSL	-0.35014	-0.29818	0.294872	-1.07447	0	0.186147	-0.11594	0.046083	0.235915	0.106918	0.313175	0.019068
CTRA	-0.03679	0.035488	-0.02468	0	-0.15789	-0.04396	0.056296	0	0.027378	-0.28044	-0.09717	0.055449
MLPL	-0.00488	0	0.12766	0.265625	-0.01587	-0.26	0.107143	-0.01818	0.083333	0	-0.05263	0.05
ASBI	0	0	0	0	-0.04167	-0.03623	0	0	0	0	0.037594	0
MPPA	0	0	-0.33333	0	0	0	0	0.052632	-0.26667	-0.57895	0.525	0.2
NISP	0.277778	0.37931	0.013605	0.02649	-0.10219	0.086667	0.006623	0	-0.00667	-0.00671	-0.00676	0.013333
BVIC	0.09434	-0.39474	-0.03261	-0.02222	0	-0.02857	0.08377	-0.29932	-0.02083	-0.04348	-0.04545	-0.08197
SMRA	0	0	0	0.166667	0.016393	0.115942	0.08	-0.01351	0.051282	0	-0.01299	0.0375
DSFI	-0.11111	0.2125	0.166667	0.085714	-0.16667	0	0.032258	0.05102	0.228346	0.331579	0.355932	0.297619
BUDI	-0.03738	0.077586	0.114504	0.196319	0.006098	-0.0719	0.04375	0.125683	-0.19608	0.037736	0.101695	0.063492
CPIN	0.213483	-0.07229	0.097826	0.333333	0.007194	-0.02963	-0.08	0.05303	0.159236	-0.18939	0.131579	0.39802
BHIT	0.207775	0.172949	-0.04519	-0.11211	0.023899	0.089347	-0.04676	0.306156	0.060938	-0.03981	-0.10404	0.248146
CFIN	-0.04348	-0.02222	0.042553	0.020833	0.04	0.090909	0	0.140625	0.123288	-0.07353	0.014493	0.178571
BRPT	0.057592	-0.06111	0.072165	-0.01571	0.005208	-0.07263	0.105	0.238095	0.42623	-0.15823	-0.19697	-0.09091
GJTL	0.125	-0.01587	0.1	0.259259	0.240964	0.091241	0.121795	0.076923	0.053221	-0.0142	-0.05075	-0.18794
ADES	-0.0641	0.012658	0.024691	0.15625	-0.17073	0.035294	0.022989	-0.01163	0.245614	0.017241	-0.01754	0.123077
KPIG	0.021277	-0.38235	0.055556	-0.11801	-0.00625	0.058824	-0.0241	-0.00606	0.175	0	0	0.245283
FPNI	-0.07368	0.059406	0.064815	0.181818	-0.02326	0.078571	0.066667	0.184783	0.28125	-0.08475	-0.18	-0.06383

Lampiran 14

Raw Return Bulanan *Benchmark Matching Firm* untuk Tahun Pertama

Kode Saham SEO	Return Matching Firm Sektoral Tahun 1 (Per Bulan)											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
ENRG	0.080808	0.07907	0.033708	0.398649	-0.30973	0.162963	0.117647	-0.10072	-0.00725	-0.0073	-0.02239	-0.09836
MEGA	0.03	-0.25	0.157895	-0.07955	0.011236	0.011111	-0.02273	0	0.053763	0.105769	-0.06122	-0.04255
BBNP	0	0.019608	-0.02	-0.02041	0.02	0	0.074074	-0.03846	0.037037	-0.01887	0.15873	0.030769
SULI	-0.00952	-0.00962	-0.04	-0.02041	0.066667	0.070796	0.017391	0.025424	-0.06306	-0.00909	0.266667	0.166667
PNLF	-0.05618	0	0.011111	-0.02273	-0.1	0.139785	0.105769	-0.08333	-0.02128	0.096154	0.037037	-0.10204
PNIN	0.06383	0	0.265625	-0.10345	0	-0.05455	0.051724	-0.09434	-0.06	-0.02041	0.057692	0.054545
PNBN	0	0.05291	-0.02717	0.075377	0.163866	-0.04386	-0.09615	-0.12432	0.093137	-0.02513	-0.11173	0.01105
BKSL	0.079365	0.301294	0.039076	0.106349	0.033742	0.103164	0.147714	0.128703	0.174536	0.448372	0.033273	-4.56
CTRA	-0.04845	-0.01998	0.056548	0.190361	0.14959	0.006784	0.114183	0.03815	-0.0111	-0.04648	-0.01742	-1.34942
MLPL	0.112903	-0.05085	0	0.032787	0.61875	-0.23077	-0.04839	-0.37778	0.181818	0.083333	-0.03448	0.04918
ASBI	-0.04032	0	-0.04202	0.131579	0.255814	0.58642	-0.18288	-0.22857	0.055556	0.111111	-0.01579	0.042781
MPPA	0.074074	0.018182	0	0	0.083333	0.076923	0.037037	-0.35	0	0	0.166667	0.333333
NISP	0.168929	-0.08511	-0.02862	-0.19038	0.237003	-0.10101	0.080495	0.062409	-0.23036	-0.03131	-0.14557	0.127072
BCIC	0.047619	-0.4	0.166667	0.217391	0.067568	-0.19355	-0.08772	-0.03636	-0.25	0.137255	0	0.019231
SMRA	-0.0198	0.073394	0.106557	0.212903	0.04321	-0.05882	0.012903	0.03125	-0.08108	0.013333	0	0.025974
DSFI	0.05	-0.13208	0.383721	-0.17808	0.223404	0.323741	0.232044	0.095	-0.34228	-0.03472	0.234043	-0.07429
BUDI	0.184211	-4.27778	0.142857	0	0.184466	0.331169	0.025316	-0.08966	-0.03571	0.014085	-0.02899	-0.06154
CPIN	-0.07246	0	0.054795	0.130952	-0.05	-0.05263	-0.11765	-0.11475	-0.23232	0.188525	0.197368	-0.11765
BHIT	-0.07428	0	0	-0.03322	-0.01159	0.011455	-0.05947	0.056128	0.010204	0	0	-0.04626
CFIN	-0.16364	-0.05769	0.018868	-0.06	-0.06383	-0.04444	-0.07143	-0.16667	0.1	0.259259	-0.2	0
BRPT	0	0.116071	0	0.050847	0.301775	0.324	-0.11111	0.262295	-0.50617	-0.5458	-0.59756	-0.15493
GJTL	-0.03968	0.030769	0.029851	0.014706	0.068493	0.070064	-0.04667	0.180328	0.010811	-0.25	-0.27586	0.107692
ADES	0	-0.11538	-0.04	-0.13636	0.06383	0.12963	-0.08	0	-0.25	-0.25	0.075145	-0.25362
KPIG	0.021739	0.029536	-0.30939	-0.05233	0.295082	0.613924	-0.29508	0.027888	0	-0.45507	0	-0.04545
FPNI	0.039216	0.089286	0.017544	-0.05556	0.052632	-0.09615	0.037037	-0.1134	-0.01042	-0.41176	0.387387	0.043103

Lampiran 15

Raw Return Bulanan *Benchmark Matching Firm* untuk Tahun Kedua

Kode	Return Matching Firm Sektoral Tahun 2 (Per Bulan)											
Saham SEO	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
ENRG	-0.01667	0.069767	0.116438	0.16092	0.325581	0.022727	-0.40426	0.216667	0.347826	0.13615	0.081897	-0.04505
MEGA	0.096154	0.037037	-0.09091	-0.28571	0.172043	0.010638	-0.04444	-0.02273	0	0.043478	0.178571	-0.0566
BBNP	-0.01563	-0.04918	0	0.046875	0.098592	0.053333	0.013158	-0.02703	-0.02778	-0.05882	-0.0303	-0.01538
SULI	-0.02273	0.00565	0.115	-0.0989	-0.04	0.022346	0	0	-0.02874	0.033333	-0.00559	0.09596
PNLF	-0.27273	0.163043	0.021277	-0.04444	-0.02273	0	0.083333	0.142857	-0.04673	-0.32099	-0.0125	0.101124
PNIN	-0.44737	0.182796	-0.05682	-0.20548	0.013514	-0.12121	-0.15789	-0.29545	0.043478	0.148148	-0.28571	0
PNBN	-0.25694	0.323944	0.085837	0.170819	-0.01812	0.109677	-0.0299	0.173077	0.174603	0.043384	-0.20366	0.176344
BKSL	-0.07817	-0.03056	0.02965	-0.14861	0.163212	0.053922	-0.12397	0.246888	-0.16145	0.111349	0.03112	0
CTRA	-0.16129	0.138889	-0.01333	-0.01504	0.027778	0	0.028409	-0.01441	-0.12298	-0.06552	0.237845	0.035488
MLPL	-0.0339	-0.22917	-0.12941	-0.0241	0.186275	0.055556	-0.25581	-0.01176	-0.46552	-0.38095	-0.09375	0.067961
ASBI	-0.06154	-0.06557	-0.02339	-0.11377	-0.02027	-0.01379	0	0	0	0.006993	0	0
MPPA	0	0	-0.09756	-0.26154	-0.18182	0.241379	0	0	0	0	0.236842	0.208333
NISP	-0.08818	0.092727	-0.22222	-0.32353	-0.13333	-0.17647	0.055556	0.068966	0.033333	0.333333	0.25	0.076923
BCIC	-0.06122	-0.06522	-0.15	-0.33333	-0.16279	-0.10256	0	-0.17	0	0.285714	0.3	0.166667
SMRA	-0.22222	-0.0678	-0.02609	-0.16162	-0.08791	-0.05814	0.054945	-0.01111	-0.16883	-0.28333	-0.22449	0.02
DSFI	0.027778	-0.38462	-0.32653	-0.03158	-0.05556	0.090909	-0.98	0	0	0.333333	0.050633	-0.12857
BUDI	-0.10169	-0.13462	0.087719	-0.48052	-0.13235	0.364486	0	-0.02885	0.071429	-0.0566	-0.01923	0.063063
CPIN	0	-0.28302	-0.08163	-0.11364	-0.11392	0.059524	-0.02439	0.163265	0	0.075472	0.19697	0.057143
BHIT	0	-0.0472	-0.4557	-0.09722	-0.08387	0.021053	-0.15291	-0.02488	0.259669	0	0.06701	0.015228
CFIN	0	-0.09756	-0.28125	-0.03896	-0.375	-0.01818	0.133858	-0.14414	0.415789	0	0.073171	0.145833
BRPT	-0.01429	0.135802	-0.08	0.157303	0.436709	0	0.091954	0.038674	-0.00556	0.005525	-0.01685	0.011111
GJTL	0.022556	-0.14655	0	0.016949	0.092308	0	0.022556	0.310881	0.025253	0	0.029412	0.089286
ADES	0.054795	0.058065	-0.03333	0.318182	0.12	0.305556	0.04	0.096386	0.067416	0.011111	-0.03448	-0.04819
KPIG	0	-0.11864	0	0	-0.475	0.333333	-0.22449	-0.08889	0.021739	-0.24324	0.195652	0
FPNI	0	0	-0.28889	-0.15385	-0.04	0.184783	-0.01099	0.09	-0.03093	-0.06593	0.09901	0.009804

Lampiran 16

Raw Return Bulanan *Benchmark Matching Firm* untuk Tahun Ketiga

Kode	Return Matching Firm Sektoral Tahun 3 (Per Bulan)											
Saham SEO	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
ENRG	0	-0.19355	0.055838	0.147186	0.3	-0.22677	0.011029	-0.34653	-0.98039	0.055556	0.217391	0.014286
MEGA	-0.2619	0	-0.03704	0.1	-0.125	-0.17647	-0.16438	-0.05797	0.073826	0.379167	0.076923	0.1875
BBNP	0.044118	-0.04615	-0.08333	0.016393	0.016129	-0.03333	0	-0.01695	0.078125	0	0.015385	-0.01563
SULI	-0.05882	-0.16149	-0.08054	0.006667	0	0.019608	0	-0.00658	0	-0.01333	-0.03448	0
PNLF	0.011111	-0.09756	-0.30573	-0.18939	0.043478	0.073826	0.372632	0.086538	0.422222	-0.19205	-0.06338	0.040541
PNIN	-0.13514	-0.15625	-1.42424	0.185185	0.1	0.052632	0.05	-0.11111	0.142857	0.009434	0.094017	0.040984
PNBN	-0.0426	-0.02294	0	0.04386	-0.28814	-0.04425	-0.18531	0.12	0.191542	-0.03608	-0.05435	0.117506
BKSL	-0.35014	-0.29818	0.294872	-1.07447	0	0.186147	-0.11594	0.046083	0.235915	0.106918	0.313175	0.019068
CTRA	-0.03679	0.035488	-0.02468	0	-0.15789	-0.04396	0.056296	0	0.027378	-0.28044	-0.09717	0.055449
MLPL	-0.00488	0	0.12766	0.265625	-0.01587	-0.26	0.107143	-0.01818	0.083333	0	-0.05263	0.05
ASBI	0	0	0	0	-0.04167	-0.03623	0	0	0	0	0.037594	0
MPPA	0	0	-0.33333	0	0	0	0	0.052632	-0.26667	-0.57895	0.525	0.2
NISP	0.277778	0.37931	0.013605	0.02649	-0.10219	0.086667	0.006623	0	-0.00667	-0.00671	-0.00676	0.013333
BCIC	0.09434	-0.39474	-0.03261	-0.02222	0	-0.02857	0.08377	-0.29932	-0.02083	-0.04348	-0.04545	-0.08197
SMRA	0	0	0	0.166667	0.016393	0.115942	0.08	-0.01351	0.051282	0	-0.01299	0.0375
DSFI	-0.11111	0.2125	0.166667	0.085714	-0.16667	0	0.032258	0.05102	0.228346	0.331579	0.355932	0.297619
BUDI	-0.03738	0.077586	0.114504	0.196319	0.006098	-0.0719	0.04375	0.125683	-0.19608	0.037736	0.101695	0.063492
CPIN	0.213483	-0.07229	0.097826	0.333333	0.007194	-0.02963	-0.08	0.05303	0.159236	-0.18939	0.131579	0.39802
BHIT	0.207775	0.172949	-0.04519	-0.11211	0.023899	0.089347	-0.04676	0.306156	0.060938	-0.03981	-0.10404	0.248146
CFIN	-0.04348	-0.02222	0.042553	0.020833	0.04	0.090909	0	0.140625	0.123288	-0.07353	0.014493	0.178571
BRPT	0.057592	-0.06111	0.072165	-0.01571	0.005208	-0.07263	0.105	0.238095	0.42623	-0.15823	-0.19697	-0.09091
GJTL	0.125	-0.01587	0.1	0.259259	0.240964	0.091241	0.121795	0.076923	0.053221	-0.0142	-0.05075	-0.18794
ADES	-0.0641	0.012658	0.024691	0.15625	-0.17073	0.035294	0.022989	-0.01163	0.245614	0.017241	-0.01754	0.123077
KPIG	0.021277	-0.38235	0.055556	-0.11801	-0.00625	0.058824	-0.0241	-0.00606	0.175	0	0	0.245283
FPNI	-0.07368	0.059406	0.064815	0.181818	-0.02326	0.078571	0.066667	0.184783	0.28125	-0.08475	-0.18	-0.06383

Lampiran 17

Mean CAR dan BHAR Periode 2006-2007 Dengan Kategori Perusahaan (Benchmark IHSG, Indeks sektoral dan Matching firm)

Category	No. of IPOs	SEOs Raw Return (%)	IHSG Raw Return (%)	CAR (%)	Paired t-test Statistics	SEOs Raw BHR (%)	IHSG Raw BHR (%)	BHAR (%)	Paired t-test Statistics
		EW	EW	EW	EW	EW	EW	EW	EW
Financial/Non-Financial									
Financial	10	-0.37	2.28	-0.60	0.03	-0.354	0.003	-0.358	0.03
Non-Financial	15	-1.17	0.16	-1.33	0.00043	-0.850	-0.056	-0.794	5.66388E-06
Size									
Small	8	-0.69	0.21	-0.90	0.011	-0.58	0.02	-0.60	0.01
Medium	9	-0.73	0.20	-0.93	0.054	-0.79	-0.02	-0.77	0.00
Large	8	-1.00	0.15	-1.15	0.040	-0.64	-0.10	-0.54	0.01

Semua hasil uji *t-stat* tidak signifikan

Category	No. of IPOs	SEOs Raw Return (%)	Indeks Sektoral Raw Return (%)	CAR (%)	Paired t-test Statistics	SEOs Raw BHAR (%)	Indeks Sektoral Raw BHAR (%)	BHAR (%)	Paired t-test Statistics
		EW	EW	EW	EW	EW	EW	EW	EW
Financial/Non-Financial									
Financial	10	-0.37	0.33	-0.70	0.02	-0.35	0.10	-0.46	0.01
Non-Financial	15	-1.17	0.08	-1.26	0.00	-0.85	-0.18	-0.67	0.01
Size									
Small	8	-0.69	0.27	-0.96	0.04	-0.58	0.05	-0.63	0.09
Medium	9	-0.73	0.25	-0.98	0.04	-0.79	-0.05	-0.75	0.01
Large	8	-1.00	0.05	-1.05	0.06	-0.64	-0.18	-0.45	0.06

Semua hasil uji *t-stat* tidak signifikan

Category	No. of IPOs	SEOs Raw Return (%)	Matching Firm Raw Return (%)	CAR (%)	Paired t-test Statistics	SEOs Raw BHR (%)	Matching Firm Raw BHR (%)	BHAR (%)	Paired t-test Statistics
		EW	EW	EW	EW	EW	EW	EW	EW
Financial/Non-Financial									
Financial	10	-0.37	-0.21	-0.16	0.63	-0.35	-0.23	-0.13	0.43
Non-Financial	15	-1.17	-0.38	-0.36	0.12	-0.83	-0.63	-0.20	0.66
Size									
Small	8	-0.69	0.23	-0.92	0.05	-0.58	-0.92	0.35	0.63
Medium	9	-0.73	-0.18	-0.55	0.30	-0.79	-0.15	-0.65	0.10
Large	8	-1.00	-0.01	-0.99	0.11	-0.64	-0.43	-0.21	0.29

Semua hasil uji *t-stat* tidak signifikan

RIWAYAT HIDUP



Sucipto, lahir di Pangkal Pinang pada tanggal 19 Maret 1989. Memulai jenjang pendidikan di TK Kutilang (Pangkal Pinang-Bangka) dan melanjutkan ke jenjang sekolah dasar di SDS Santo Paulus (Pangkal pinang-Bangka) selama dua tahun sebelum akhirnya pindah ke SDS Bina Putra (Cengkareng-Jakarta) sampai dengan kelas 3, dimana akhirnya peneliti berpindah sekolah lagi ke SDS Kartika XI-6 (Pos Pengumben-Jakarta). Masa pendidikan menengah ditempuh peneliti di SLTPN 189 Jakarta dan dilanjutkan di SMAN 85 Jakarta. Peneliti kemudian melanjutkan pendidikan ke tingkat perguruan tinggi, dengan mengambil jurusan Manajemen pada Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Jakarta.

Peneliti juga aktif dalam organisasi kemahasiswaan seperti HMJM (Himpunan Mahasiswa Jurusan Manajemen) dan peneliti juga beberapa kali mengikuti kegiatan di luar kampus, seperti menjadi *Public Relation* pada kegiatan *Asian University Presidents Forum 2009* yang diadakan oleh Universitas Negeri Jakarta dan panitia seminar Jay Ritter yang diadakan oleh IFMA. Peneliti memperoleh pengalaman kerja melalui Praktek Kerja Lapangan (PKL) yang dilaksanakan pada Perusahaan PT. Asuransi Jasa Indonesia (persero) sebagai staf magang di Divisi Akuntansi.